

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第37卷第4期

中央銀行 編印
中華民國 104 年 12 月

中央銀行季刊

第37卷 第4期

中央銀行 編印

中華民國 104 年 12 月

中央銀行季刊

目錄 第37卷 第4期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
民國105年貨幣成長目標區設定說明	中 央 銀 行	5

論著與分析

匯率變動對台灣服務輸出的影響	黃 惠 君	13
----------------------	-------	----

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國104年第3季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	45
國際收支	國 際 收 支 科	55
貨幣與信用	金 融 統 計 科	63
金融市場	金 融 統 計 科	69
	國 內 經 濟 科	
	國 際 收 支 科	
國際經濟金融情勢（民國104年第3季）	國 際 經 濟 科	89

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國104年10月至12月）	國 內 經 濟 科	111
國際經濟金融日誌（民國104年10月至12月）	國 際 經 濟 科	115

中央銀行理監事聯席會議決議

(104年12月17日發布)

一、國際經濟金融情勢

近期全球經濟表現不如預期，除美國經濟穩健成長外，歐元區及日本景氣復甦緩慢，中國大陸等新興經濟體經濟成長明顯放緩，國際預測機構持續下修本年及明年全球經濟成長率預測。

明年全球經濟成長率雖預期略高於本年，惟美國啟動升息政策，與其他主要國家續採量化寬鬆立場分歧，恐加劇金融市場波動，加上國際油價可能持續走低、地緣政治風險升高，以及存在景氣循環與結構性等諸多不確定因素，全球景氣仍具下行風險。

二、國內經濟金融情勢

(一) 近期出口持續衰退，製造業採購經理人指數(PMI)連續5個月低於榮枯值50%(景氣緊縮)，民間投資意願保守，民間消費增加有限，公共投資縮減。由於內外需動能仍弱，主計總處預測本年第4季經濟僅微幅成長0.49%，全年為1.06%。

勞動市場方面，本年10月失業率略升為3.90%，薪資成長趨緩，顯示景氣走緩已漸波及就業情勢，恐抑制民間消費成長動能。

明年國際景氣雖預期溫和復甦，但因全球產業價值鏈擴張趨緩，全球

經濟成長帶動貿易成長的力道減弱，外需不易明顯改善，影響民間投資動能及民間消費意願，主計總處預測經濟成長率為2.32%；惟鑑於負的產出缺口持續擴大，總合需求不足，經濟成長動能仍待提升(詳附件1)。

(二) 本年9月以來消費者物價指數(CPI)年增率轉呈正數，11月為0.53%，1至11月平均則為-0.35%；主計總處預測全年為-0.31%，國內通膨低緩。

國際原油等原物料價格走低，通膨預期下滑，惟明年能源價格下跌對CPI下降的影響可望減輕，CPI年增率將溫和回升為0.84%。

(三) 因應景氣變動，本行透過公開市場操作，調節市場資金，金融機構超額準備持續寬鬆，1至11月全體貨幣機構放款與投資平均年增率為4.67%，貨幣總計數M2平均年增率為6.40%，均高於經濟成長率，顯示市場資金充裕。

三、本日本行理事會一致決議

本行自本年9月調降政策利率以來，全球景氣復甦步調仍不如預期，國內經濟成長

預測下修，在負的產出缺口擴大、通膨預期溫和下，本行理事會認為調降政策利率，並維持M2貨幣成長目標區(2.5%~6.5%)不變，持續維持貨幣寬鬆，有助促進經濟成長。本行將持續密切關注國內外經濟金融情勢變化，採行妥適的貨幣政策，以維持物價與金融穩定。

- (一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.125個百分點，分別由年息1.75%、2.125%及4%調整為1.625%、2%及3.875%，自本年12月18日起實施。
- (二) 考量經濟成長與物價情勢等因素，明年M2貨幣成長目標區訂為2.5%

至6.5%(詳附件2)，與本年相同。

- 四、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定。惟各國總體經濟政策不確定性導致國際金融市場動盪不安，國內匯市波動隨之加劇，不利經濟與金融穩定，本行本於職責適時維持外匯市場秩序。
- 五、近年國內經濟成長動能減緩，除來自短期景氣循環因素，亦與長期經濟結構性問題有關，宜採行妥適的逆景氣循環政策搭配(optimal policy mix)，並推動結構性改革(structural reforms)政策，以提高生產力、創造就業及改善經濟成長動能。

附件1

IHS Global Insight對各經濟體經濟成長率預測

單位：%

	2014年	2015年	2016年
	實際值	預測值	預測值
美國	2.4	2.5	2.7
日本	0.0	0.7	1.0
歐元區	0.9	1.5	1.7
中國大陸	7.3	6.9	6.3
台灣	3.92	1.0	2.0
南韓	3.3	2.5	2.5
香港	2.5	2.3	2.4
新加坡	2.9	1.9	1.5
泰國	0.9	2.5	2.5
馬來西亞	6.0	4.8	4.4
菲律賓	6.1	5.5	5.3
印尼	5.0	4.7	4.4
越南	6.0	6.4	6.4

附件2

105年貨幣成長目標區設定說明

- 一、考量明(105)年國內經濟可能呈現和緩復甦，且物價漲勢溫和，加上主要國家貨幣政策分歧，全球景氣(尤其是中國大陸)及電子產品需求可能不如預期，諸多不確定因素恐影響台灣經濟復甦力道。經參酌學者專家意見，明年M2成長目標區維持2.5%至6.5%，透過寬鬆貨幣，充分支應民間資金需求，以協助經濟成長。
- 二、鑑於明年國內外經濟與金融情勢不確定性甚高，本行將循往例於明年中進行目標區檢討與評估，必要時調整M2成長目標區。

附件3

主要經濟體實質利率

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2015年12月17日)	(2) CPI年增率* (2016年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
印尼	5.000	3.59	1.410
南韓	1.300	0.66	0.640
瑞士	0.160	-0.40	0.560
台灣	1.281	0.96	0.321
馬來西亞	3.200	3.00	0.200
英國	1.050	0.96	0.090
美國	1.340	1.44	-0.100
泰國	1.500	1.61	-0.110
日本	0.026	0.38	-0.354
中國大陸	1.500	1.95	-0.450
新加坡	0.250	0.76	-0.510
歐元區	0.060	0.99	-0.930
菲律賓	0.250	2.95	-2.700
香港	0.050	2.76	-2.710

*為 IHS Global Insight 2015年12月15日之預測數。

民國105年貨幣成長目標區設定說明

壹、104年貨幣成長目標區之檢討

一、104年貨幣成長目標區設定方式回顧

103年12月設定之104年貨幣成長目標區，係以80年第1季至103年第3季的季資料來估計M2的實質貨幣需求函數，詳見表1之1-1式。外生解釋變數值的設定，係參酌主計總處103年11月28日公布之經濟成長率(3.50%)與消費者物價上漲率(0.91%)預測值，以及利率等金融面變數後(見表2)，將104年各季設定值代入表1之1-1式，並利用動態模擬方式計算出104年M2年增率為4.42%，而將目標區中線值設定為4.5%，

上、下各加減2.0個百分點^{註7}後，推算104年貨幣成長目標區為2.5%至6.5%。

二、延伸樣本點後之貨幣需求函數估計結果

(一) 修正外生變數設定值，重估貨幣需求函數

將表1貨幣需求函數1-1式的樣本點延伸至104年第3季(亦即更新外生變數數值、並延伸4個樣本點)重新估計貨幣需求函數，則迴歸結果如表1之1-2式所示。

外生變數的設定值方面，根據主計總處

表1 貨幣需求函數設定與估計結果

應變數： $\ln(M2*100/CPI)$

程式代號	樣本期間	解釋變數係數估計值								\bar{R}^2	S.E.R.	長期所得彈性
		常數項	$\ln(M2*100/CPI)-1$	$\ln(GDP)$	OC	$d(\ln(CPI))*100$	S1	S3	dum			
1-1	80.1-103.3	0.365 (10.24)**	0.915 (62.37)**	0.073 (4.27)**	-0.012 (-2.21)*	-0.011 (-11.21)**	0.023 (10.61)**	0.004 (2.41)*	-0.014 (-4.01)**	0.9996	0.0070	0.863
1-2	80.1-104.3	0.347 (10.13)**	0.920 (63.75)**	0.069 (4.09)**	-0.013 (-2.53)*	-0.011 (-11.26)**	0.022 (10.57)**	0.004 (2.35)*	-0.015 (-4.11)**	0.9997	0.0071	0.861

說明一：符號代表之意義如下：

1. \ln 代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。 $\ln(M2*100/CPI)$ ：實質貨幣餘額。
3. CPI：消費者物價指數，以100年為基期。
4. GDP：以100年為參考年之實質國內生產毛額，1-2式為主計總處於104年11月27日發布之實質GDP水準值。
5. OC：持有M2之機會成本，以其他本國資產報酬率與M2自身報酬率之差距為代理變數，即 $OC=CPS30/4-IRY1/4$ ，其中，CPS30為1-30天期商業本票次級市場利率，代表本國其他資產報酬率，而IRY1為一年期定存利率，代表M2自身報酬率。
6. S1,S3：季節虛擬變數。
7. dum：96年第3季至97年第3季設為虛擬變數。

說明二：解釋變數估計係數下方括號內之數字代表t值，*及**分別代表在5%及1%顯著水準下顯著異於零。

說明三：長期所得彈性=實質國內生產毛額係數估計值/(1-實質貨幣餘額前期項係數估計值)。

104年11月27日之初步估計，104年全年經濟成長率為1.06%，較去年原設定之3.50%下調2.44個百分點；消費者物價上漲率全年預估值為-0.31%，較原設定之0.91%下調1.22個百分點。其他外生變數方面，持有M2之機會成本微幅下調0.016個百分點，由原預設值-0.186%，向下調整為-0.202%。有關各外生變數設定值的變動情形詳見表2。

比較1-2式與1-1式的估計結果發現，主要解釋變數估計係數的符號與顯著性維持不變，至於係數估計值方面差異亦不大，除前期實質貨幣餘額與持有M2機會成本的估計係數取絕對值後略為上升，實質GDP的估計係數略為下降外，其餘係數估計值大多相

同，且在5%顯著水準下皆呈統計顯著。

整體而言，在更新資料、並加入4個樣本點後，貨幣需求函數的估計係數變動不大，估計結果大致相近。因此，利用1-2式重新推估104年M2目標區。

(二) 104年貨幣成長目標區之檢討

將表2各項外生變數的各季新設定值，與103年第四季之M2實際值^{註2}，分別代入貨幣需求函數模型(表1之1-2式)，經由動態模擬估算，得到新的104年M2成長模擬值4.54%(見表2)，較103年底之原模擬值4.42%上調0.12個百分點。經檢討，雖然經濟成長率下修，惟前期項影響較大及持有M2之機會成本下降，導致M2模擬值略上調0.12個百分點

表2 104年模型外生變數設定及M2目標中線值推估

年/季		經濟 成長率 (%)	消費者 物價指數	持有M2之 機會成本	1-30天期 商業本票次 級市場利率 (年率)	一年期 定存利率 (年率)	預期物價 上漲率 (%)	貨幣需求 函數動態 模擬值	目標中線值	M2成長目標區
				(1)= [(2)-(3)]/4	(2) (%)	(3) (%)				
原 預 設 值	104/1	3.12	103.74	-0.186	0.62	1.36	-0.30	4.42	4.50	2.5-6.5
	2	3.66	104.35	-0.186	0.62	1.36	0.59			
	3	3.54	105.58	-0.186	0.62	1.36	1.18			
	4	3.65	105.94	-0.186	0.62	1.36	0.34			
全年(a)		3.50	104.90	-0.186	0.62	1.36	0.45			
初 新 步 預 統 計 值	104/1	4.04	102.45	-0.193	0.59	1.36	-1.61	4.54	4.50	2.5-6.5
	2	0.57	103.29	-0.197	0.57	1.36	0.82			
	3	-0.63	104.41	-0.203	0.52	1.33	1.08			
	4	0.49	104.44	-0.215	0.42	1.28	0.03			
全年(b)		1.06	103.65	-0.202	0.53	1.33	0.08			
變動=(b)-(a)		-2.44	-1.25	-0.016	-0.09	-0.03	-0.37	0.12	0.00	0.00

說明：1. 外生變數值中的粗體字表示實際值。

2. 103年第四季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-27日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

為4.54%。選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值為4.5%，再上、下加減2%，所得到的目標區間為2.5-6.5%，與103年底設定的目標區相同。

三、104年以來M2成長情況

104年1至11月M2平均年增率為6.40%，較原中線值4.5%高1.9個百分點，接近目標區上限，主要係因貿易出超擴大及新台幣貶值致外匯存款兌成新台幣增加所致。就各月

M2成長情況來看，前8月大致呈先升後降趨勢，1至5月因資金呈淨匯入，M2年增率升至5月的6.81%，為本年高點；6至8月因外資轉呈淨匯出，以及銀行放款與投資成長減緩，M2年增率由6.53%下滑至6.01%；9月與10月分別因銀行放款與投資成長與外資轉呈淨匯入，M2年增率復呈上升走勢至6.58%。11月受銀行放款與投資成長減緩及外資轉呈淨匯出之影響，降至6.38%。

貳、105年貨幣成長目標區之訂定

貨幣成長目標區之訂定，除以貨幣需求函數所推估的未來M2需求成長為基礎外，亦須考量影響未來經濟展望及M2成長之不確定因素，俾能設定合宜的貨幣成長目標區。關於105年貨幣成長目標區之訂定，說明如下：

一、貨幣需求函數之設定與估計

貨幣需求函數採部分調整模型，並以最小平方法來進行估計，主要解釋變數與103年底選取之變數相同。

(一) 模型解釋變數之說明

分別說明如下(可同時參考表1之1-2式)：

1. 前期實質貨幣餘額($\ln(M2*100/CPI)_{-1}$)： \ln 表示取對數(以下同)。

2. 實質所得($\ln(GDP)$)：以100年為參考年之實質國內生產毛額代表。

3. 持有M2之機會成本(OC)：以其他本國資產報酬率與持有M2自身報酬率之利差代表，並除以4，折算為季報酬率。其中，其他本國資產報酬率以1-30天期商業本票次級市場利率代表，M2自身報酬率則以一年期定期存款利率代表。

4. 預期物價上漲率($d(\ln(CPI))*100$)：此一變數反映的是持有貨幣(特別是不付息的部份，如通貨、支票存款等)的成本，以消費者物價指數之當期季變動率代表。

(二) 貨幣需求函數估計結果、診斷檢定及穩定性檢定之說明

以下針對M2貨幣需求函數進行估計。樣本期間為80年第1季至104年第3季，估計

結果見表1 之1-2式。所有解釋變數係數估計值的符號均與理論預期相符，且所有的係數估計值均顯著異於零。由模型配適度 (\bar{R}^2)、以及估計誤差 (S.E.R)等統計量可以看出，貨幣需求函數的估計結果尚可接受。

M2貨幣需求函數的相關診斷檢定結果及說明詳見表3，穩定性檢定則詳見圖1與圖2。由表3及圖1、2可以看出，各項檢定結果顯示方程式的模型設定及穩定性大致可以接受。

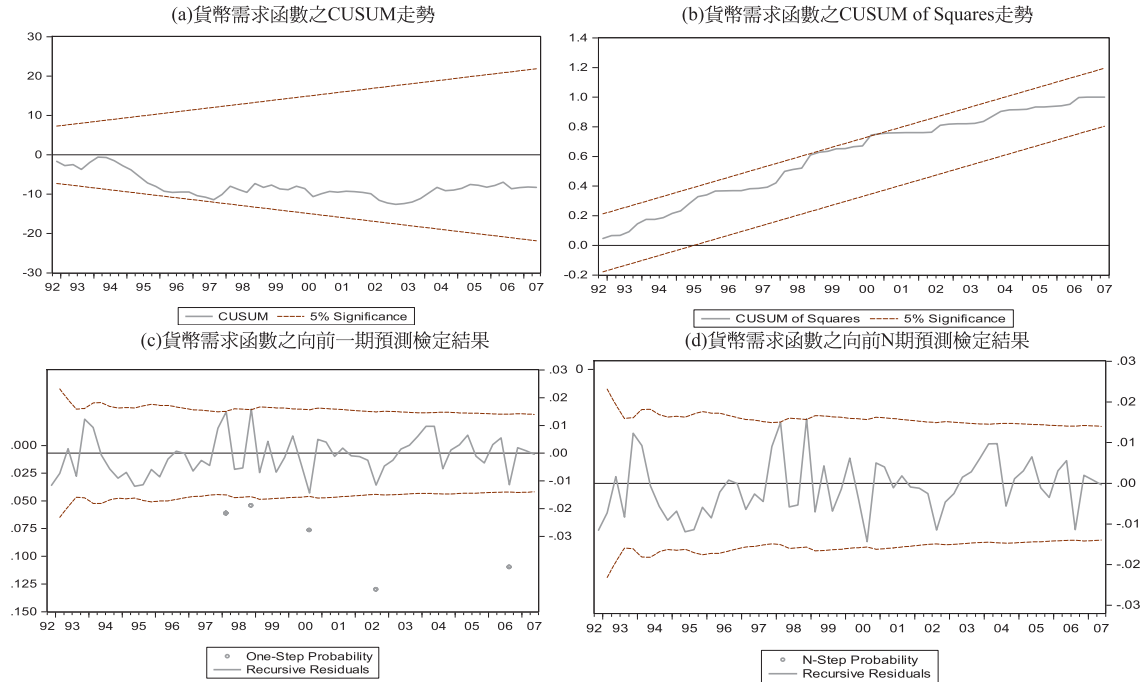
表3 貨幣需求函數之診斷檢定結果

1. 預測誤差：		2. 序列相關檢定： Breusch-Godfrey(4期)	
RMSE(%)	MAE(%)	F統計量	p值
0.85	0.70	0.85	0.50
3. ARCH檢定： (4期)		4. White 變異數異質性檢定：	
F統計量	p值	F統計量	p值
0.42	0.80	1.39	0.13

說明：

1. 預測誤差：用以評估模型的預測能力，計算方式為先利用80.1-98.3的樣本進行估計後，預測98.4-99.3的M2(動態預測)值及該預測期間的RMSE% (Root Mean Squared Percentage Error)，然後加入4個樣本點進行估計，再預測99.4-100.3的M2及該預測期間的RMSE%，重覆此一程序，最後求算上述6個移動樣本之RMSE%的平均值。表中MAE (Mean Absolute Error)數值則為上述6個移動樣本之MAE之平均值。此外，預測誤差來源為偏誤成份(bias proportion)、變異成份 (variance proportion)、以及共變異成份 (covariance proportion)之結果分別為：0.46、0.23以及0.31。
2. 序列相關檢定：用以檢定模型殘差項是否存在序列相關的現象，依據Breusch-Godfrey檢定，無法拒絕1-2式中的殘差項無序列相關之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
3. ARCH檢定：用以檢定模型殘差項是否存在自我迴歸變異數異質性 (autoregressive conditional heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無自我迴歸變異數異質性之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
4. White 變異數異質性檢定：用以檢定模型殘差項是否存在變異數異質性 (heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無異質變異數之虛無假設。

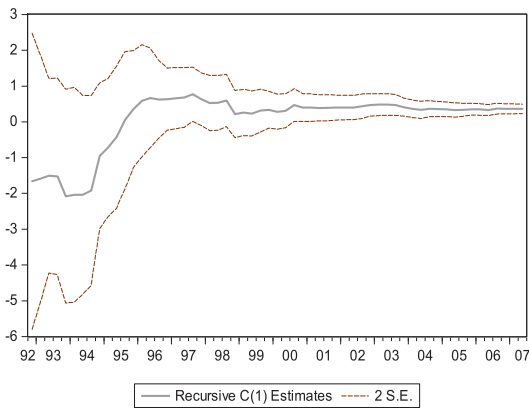
圖1 模型穩定性檢定



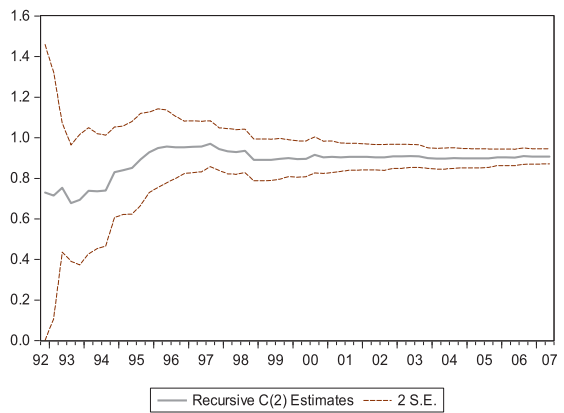
說明：1. 由於加上虛擬變數(dum)，所以本檢定只呈現估計到96年第2季的檢定結果。
 2. 貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前T1個樣本點進行估計，然後進行剩餘T2個資料點的預測。至於T1之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例，T1=7)開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

圖2 遞迴係數估計值 (Recursive Coefficient Estimates)

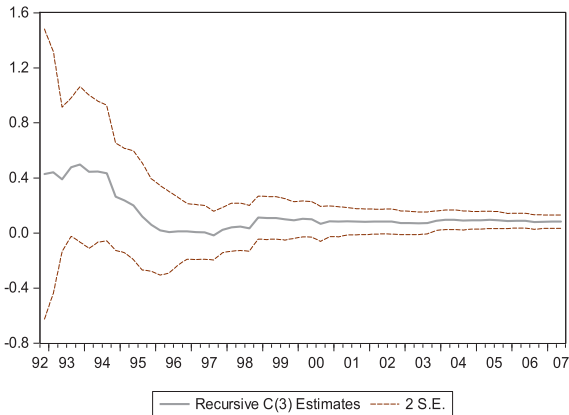
1. 常數項



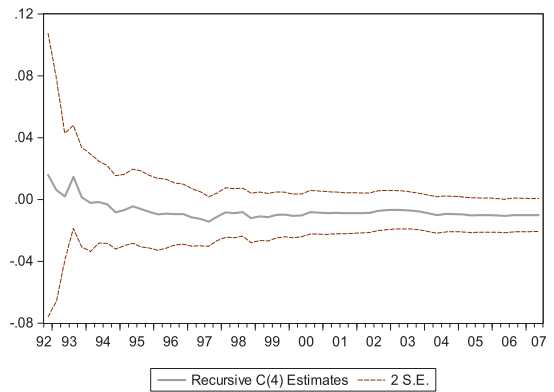
2. $\ln(M2*100/CPI)_{-1}$



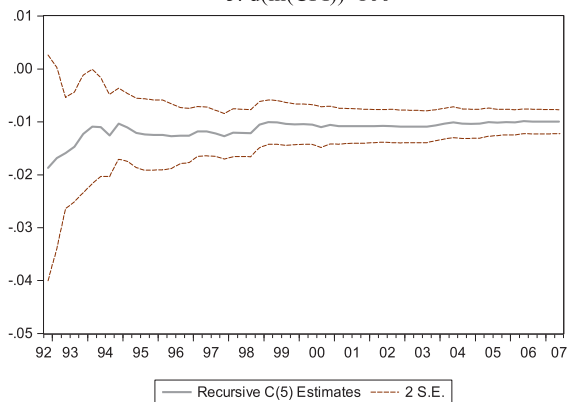
3. $\ln(GDP)$



4. OC



5. $d(\ln(CPI))*100$



說明：由於加上虛擬變數(dum)，所以本檢定只呈現估計到96年第2季的檢定結果。

(三) 貨幣需求函數推估105年M2需求成長

為估算105年M2需求成長，各項解釋變數未來1年的數值必須預先設定，其中，經濟成長率與消費者物價上漲率係依據主計總處104年11月27日公布之預測值，全年分別為2.32%與0.84%，一年期定期存款利率與1-30天期商業本票次級市場利率則假定與104年第4季相同^{註3}，有關105年各項外生變數的設定詳見表4。若考量104年10月M2實際數與影響供給、需求面等因素後，推估104年第4季的M2年增率為6.35%，並將表4各項變數的未來各季設定值，以及前述之104年第4季M2年增率推估值代入表1之1-2式

的貨幣需求函數，則由動態模擬估算得出，105年M2需求年增率約為3.83%，選取最近的每0.5個百分點為變量之中線值4.0%^{註4}。

二、影響未來經濟展望及M2成長之不確定因素

- (一) 美國聯準會升息，惟歐洲央行宣布延長量化寬鬆期限，主要國家貨幣政策分歧，加劇全球資金移動，未來國際資金的移動勢必成為影響M2成長的重要因素。
- (二) 台灣對大陸出口比重近4成，一旦中國大陸未來經濟成長不如預期，台灣經濟所受衝擊大。

表4 105年貨幣需求函數之外生變數設定表

年/季	經濟成長率 (%)	消費者物價指數	持有M2之機會成本 (1)= [(2)-(3)]/4	1-30天期商業本票次級市場利率 (年率)	一年期定期存款利率 (年率)	預期物價上漲率 (%)
				(2) (%)	(3) (%)	
104/3	-0.63	104.41	-0.203	0.52	1.33	1.08
4 (f)	0.49	104.44	-0.215	0.42	1.28	0.03
105/1 (f)	1.27	103.88	-0.215	0.42	1.28	-0.53
2 (f)	2.57	104.12	-0.215	0.42	1.28	0.22
3 (f)	3.01	104.85	-0.215	0.42	1.28	0.70
4 (f)	2.40	105.24	-0.215	0.42	1.28	0.38
104年全年	1.06	103.65	-0.202	0.53	1.36	0.08
105年全年	2.32	104.52	-0.215	0.42	1.28	0.19

f：代表預估值。

說明：1. 經濟成長率與消費者物價指數係引用行政院主計總處最新資料(104.11.27發布)。
 2. 預期物價上漲率係以消費者物價指數取對數後之一階差分表示，即 $d(\ln(CPI)) * 100$ 。
 3. 104年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存款利率係假定11月數值為1-26日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。
 4. 105年各季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存款利率係假定與104年第4季相同。

(三) 美國可能持續升息，將推升美元升值，恐加重原物料價格跌勢，影響新興國家復甦力道，衝擊全球電子商品需求，對台灣出口尤為不利。

三、105年貨幣成長目標區訂為2.5%至6.5%

近年M2實際年增率多高於中線值，顯示由貨幣需求函數推估之中線值有低估之虞^{註5}。考量105年國內經濟可能呈現和緩復

甦，物價漲勢溫和的情況，加上主要國家貨幣政策分歧，全球景氣(尤其是中國大陸)及電子產品需求可能不如預期，諸多不確定因素恐影響台灣復甦力道，經參酌學者專家意見，105年M2成長目標區訂為2.5%至6.5%，透過寬鬆貨幣，充分支應民間資金需求，以協助經濟成長。鑑於105年國內外經濟與金融情勢不確定性甚高，本行將循往例於105年中進行目標區檢討與評估，必要時調整M2成長目標區。

附 註

(註1) 包括統計估計誤差及其他影響M2成長的不確定因素。

(註2) 103年底採用的103年第4季M2年增率預測值為5.10%，惟實際值為5.35% (上調 0.25個百分點)。

(註3) 104年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-26日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

(註4) 雖然105年經濟成長率與通膨率均高於104年，惟由於104年1-11月M2平均年增率接近目標上限，增量明顯較大，受基期較高影響，初步估得105年M2年增率中線值為4.0%。

(註5) 近年M2年增率多高於目標區中線值，主要為跨國資金移動所致。惟上述變化受許多因素影響，不易捕捉其走勢。

匯率變動對台灣服務輸出的影響*

黃惠君**

摘 要

隨著服務貿易重要性提高，本文為國內首次針對不同服務類別進行實證研究，透過共整合模型，由需求面架構探討1996年第1季至2015年第2季匯率對全體服務輸出及主要服務細項－運輸、旅行與其他事務服務的影響。主要實證結果如下：

- (一) 與商品出口不同的是，實質匯率對全體服務輸出無顯著影響，主因各服務輸出細項的特性差異大，因此，宜根據各服務輸出之內涵調整解釋變數，以正確反映價格效果。
- (二) 其他事務服務輸出以三角貿易淨收入為主，性質屬未通關之淨出口，以國外實質所得估計；而台灣運輸服務輸出以國際間貨運收入為主，全球出進口貿易總額較國外所得適合做為運輸收入的解釋變數。故調整解釋變數後，價格效果與所得效果皆符合預期方向。
- (三) 旅行收入易受政策因素影響價格效果，宜按國別分析，例如：日圓兌新台幣實質匯率升值或311震後台日友好關係升溫時，來自日客的旅行收入顯著成長；而大陸旅客在開放陸客直接來台旅遊後，不會因人民幣兌新台幣之實質匯率波動而影響來台意願。

* 本文初稿完成於民國104年10月，104年12月修正完稿。除兩名匿名審稿人之悉心審閱外，撰稿期間承蒙本行嚴副總裁宗大、林處長宗耀、林副處長淑華、吳副處長懿娟、彭研究員德明、汪研究員建南、程研究員玉秀、許副研究員碧純、蔡科長美芬給予寶貴意見，特此衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

** 作者為中央銀行經濟研究處四等專員。

壹、前言

國民所得係由國內需求(包括民間消費、公共支出、民間固定投資與存貨增加)與國外需求之淨輸出組成，而淨輸出則來自商品與服務貿易，經濟發展初期的國家以商品貿易為主。隨著經濟體系的發展與成熟，服務交易在經濟活動的比重會提高，加上WTO推動全球服務貿易市場開放，各國洽簽之區域經濟整合協議中幾乎都包括服務市場的相互開放，因此，服務貿易的發展值得投入更多的研究。

台灣為小型開放經濟體，經濟成長十分仰賴外需，與國際景氣息息相關。對外貿易中，商品出口向來為台灣經濟成長的主力，2014年創新高達3,114.5億美元^{註1}，全球排名第20；服務貿易在2008年以前均呈逆差，2014年雖亦創新高達571.5億美元，惟占全球比重僅1.1%，全球排名第23，居四小龍之末，顯示我國服務輸出尚有很大的成長空間。

為了探討影響輸出的因素，實質匯率的效果不容忽視，其變動對商品出口競爭力的影響向來是研究重點。過去已有許多文獻(方文碩等(2005)、Ahmed(2009)、林依伶(2014))提出本國貨幣貶值能顯著增加商品

出口；若將研究範圍擴大至匯率對服務輸出之效果，Eichengreen and Gupta (2013)與Mallick (2011)發現匯率對服務貿易的影響更甚於商品出口，惟台灣少有探討服務貿易之相關實證文獻，僅魏文欽及莊瑋婷(2012)分析匯率對來台人次的影響。

本文擬按Noland et al.(2012)的分類方式，將服務輸出區分為以勞力密集或與商品、人員流動密切的「傳統服務輸出」以及專業性與知識密集度高之「現代服務輸出」兩類。透過Johansen共整合模型，分析實質匯率變動對傳統服務與現代服務輸出的影響；由於各服務貿易特性不同，存在異質性，本文進一步針對台灣主要的三項服務輸出—運輸、旅行與其他事務服務個別分析其匯率的效果。

本文共分為六節，除前言外，第貳節為服務貿易的分類與台灣服務貿易之概況，說明近年傳統與現代服務貿易的趨勢；第參節為文獻對商品與服務輸出函數之設定方式及估計結果；第肆節設定台灣之服務貿易模型及資料處理方式；第伍節為匯率對全體及個別服務貿易之實證分析；第陸節則為結論。

貳、服務貿易的分類與台灣之概況

一、服務貿易特性與分類方式

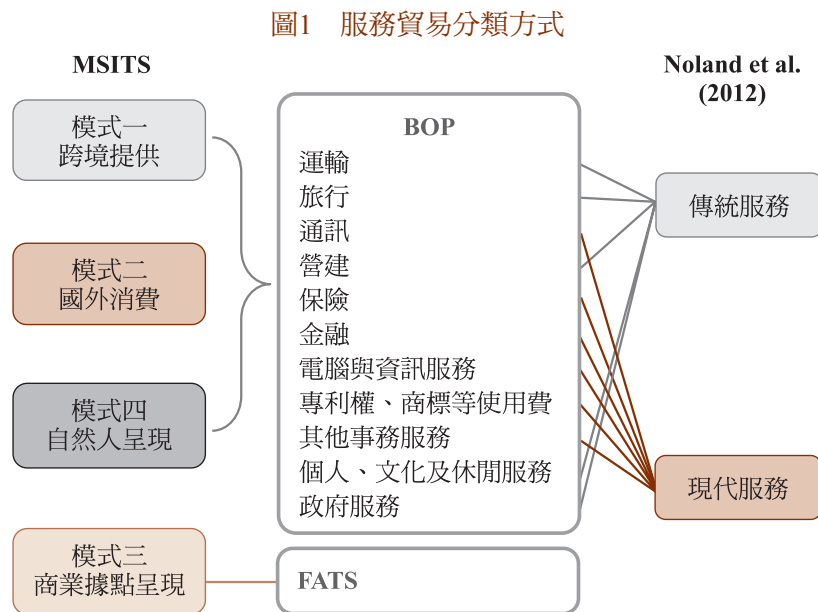
由於商品貿易是有形的，在生產、運輸、通關、倉儲、配銷、交易的過程有具體實物可觸摸得到，在關稅、貿易管理及統計等較易瞭解與掌握。相對的，服務貿易屬於無形商品的特性，2008年版國民經濟會計制度(SNA2008)對服務的定義(第6.17段)如下：

服務不是一個可以建立所有權的單獨個體，交易時不能與生產分開，通常會因消費者的條件而改變，在提供給消費者的過程中生產，生產完成之時，服務的提供也完成了。

由於服務的概念較為抽象且涵蓋的產業範圍相當廣且具異質性，在貿易管理與統計資料的蒐集較困難。國際間有關服務貿易的統計主要可分為兩類，一是根據服務的類別區分，例如：國際收支統計(BOP)，二是根據服務提供的模式區分，例如：國際服務貿易統計(MSITS)。

(一) 根據服務貿易的類別區分

BOP的服務貿易係指一經濟體居民與非居民間之服務交易，根據服務的類別區分為11個細項，Noland et al.(2012)再根據各細項的特性區分為兩大類(圖1)：



資料來源：作者整理。

1. 傳統服務貿易

傳統服務貿易以勞力密集或生活性消費服務為主，包括運輸，旅遊，營建，個人、文化及休閒服務與政府服務等5項，經濟發展初期或所得相對低的國家在發展服務貿易初期，以傳統服務貿易居多，惟與商品、人員流動密切相關，較容易受經濟波動影響。

2. 現代服務貿易

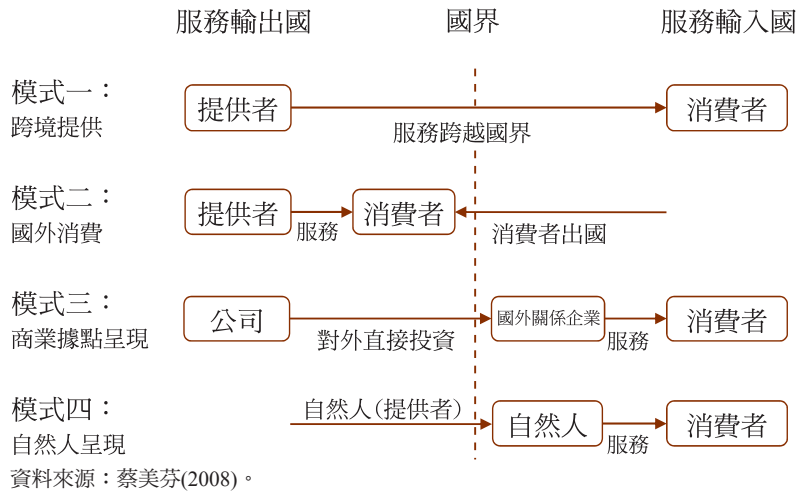
現代服務貿易屬於專業性與知識密集度高的服務，包括通訊，保險，金融，電腦與

資訊，專利權、商標等使用費與其他事務服務等6項，與製造業相輔相成。此類服務受益於資通訊、數位科技與全球化的發展，且需要高人力資本投入，產生之附加價值也較高。

(二) 根據服務提供的模式區分

國際服務貿易統計(MSITS)的編製基礎，是依服務貿易總協定(GATS)之定義，將國際服務貿易依供應模式分為四種型態(圖2)：

圖2 GATS四種服務貿易提供模式



模式一「跨境提供」(cross border supply)，即消費者位於國內，服務提供者位於國外，透過網際網路、電信、郵寄等方式提供服務，例如：函授課程、遠距離診斷等。

模式二「國外消費」(consumption abroad)，即消費者至國外享用服務，例如：國

外旅行及在國外船舶修理。

模式三「商業據點呈現」(commercial presence)，即服務提供者於他國領土設立據點以提供服務，例如：外商銀行在台分行提供的金融服務。

模式四「自然人呈現」(presence of natural persons)：即個人進入他國領土提供

服務，例如：外國表演者、律師前往他國提供法律諮詢服務。

國際服務貿易統計之編製，模式一、二、四主要仰賴國際收支統計(Balance of Payments, BOP)，模式三則來自國外關係企業貿易統計(Foreign Affiliates Statistics, FATS)，主因設立之商業據點已歸屬於當地國的居民，而非國際收支統計範圍。

由於台灣未編製FATS，因此，本文的分析以國際收支統計搭配Noland et al.(2012)分類為主要的分析標的。

二、服務輸出雖以歐美國家為主，亞洲國家的比重漸增

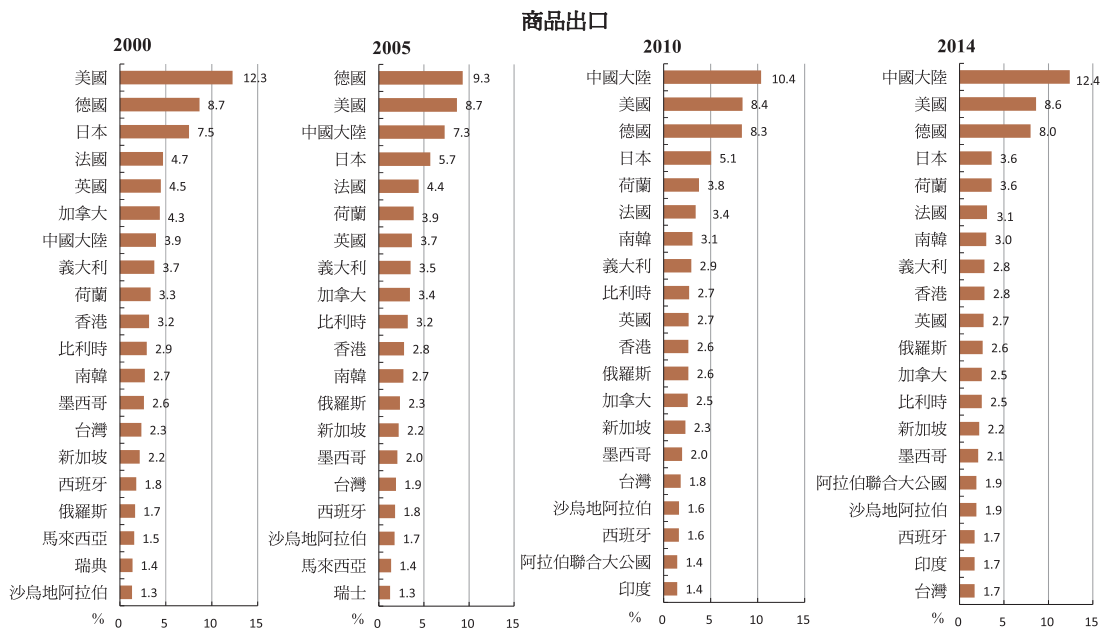
近年來，全球貿易重心由歐美轉向亞洲地區。圖3比較2000年、2005年、2010年與

2014年各國商品出口與服務輸出占全球比重，發現亞洲國家商品出口比重攀升，2014年中國大陸更高達12.4%，遠超過美國的8.6%。

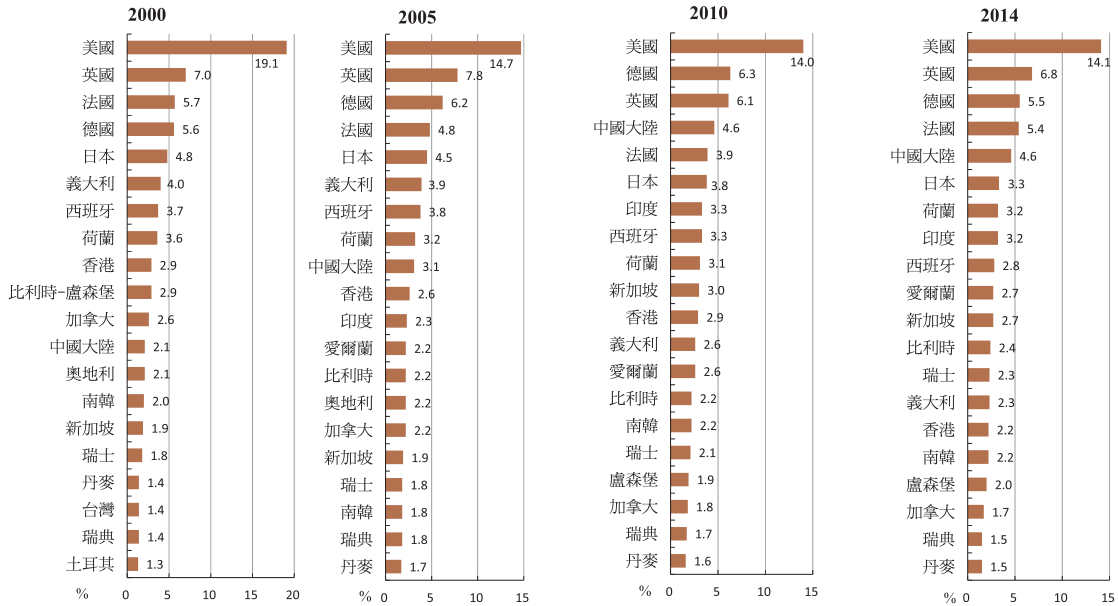
服務貿易的部分，美國、英國、德國、法國等已開發國家仍穩定名列全球前4名，不過，亞洲地區在全球服務貿易版圖的重要性亦大幅提升，其中尤以中國大陸服務輸出排名及比重的提升最大，由2000年的第12名(2.1%)提高到2014年的第5名(4.6%)，印度、香港、新加坡、南韓亦成長迅速，紛紛進入全球服務輸出前20大的行列。

台灣商品出口表現較服務輸出佳，惟兩者占全球比重逐年下滑，2014年分別為1.7%(第20名)與1.2%(第23名)，顯示我國輸出仍有很大的進步空間。

圖3 全球前20大商品出口與服務輸出國家



服務輸出



資料來源：International Trade Statistics, WTO。

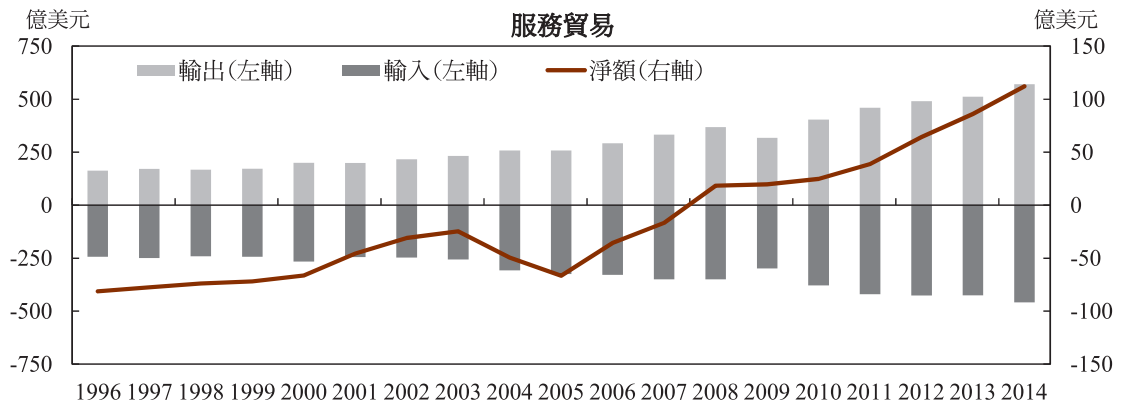
三、台灣服務貿易的概況

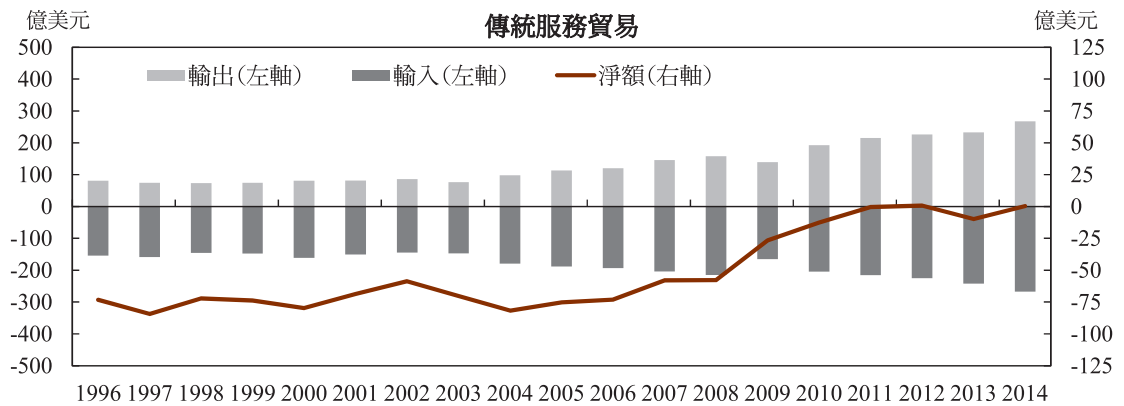
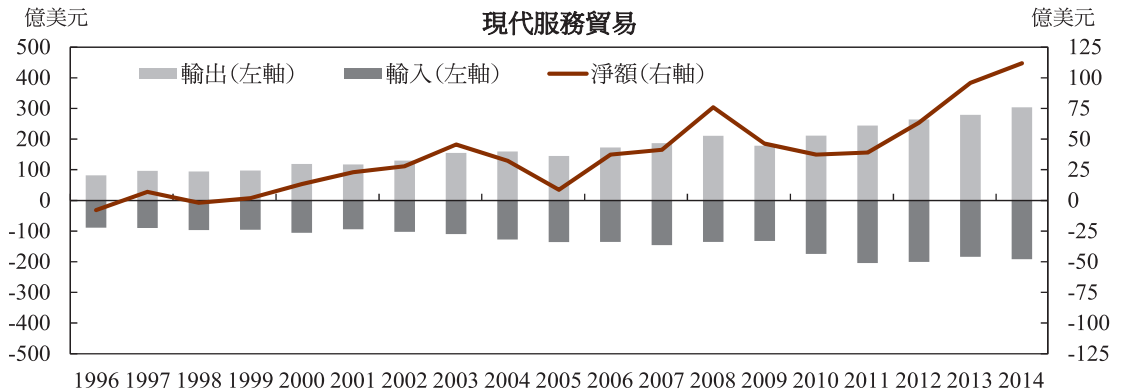
(一) 2008年台灣服務貿易轉呈順差

相對於商品出口向來為台灣經濟成長的主力，歷年來服務貿易則為逆差，若將服務貿易拆解可發現，傳統服務貿易逆差逐漸

縮小^{註2}，而現代服務貿易順差擴大；2008年以來，由於開放陸客來台及海運貨運收入增加，傳統服務貿易逆差大幅改善，加上其他事務服務(主要為三角貿易淨收入^{註3})輸出的擴大，使得整體服務貿易轉呈順差(圖4)。

圖4 台灣服務輸出入趨勢





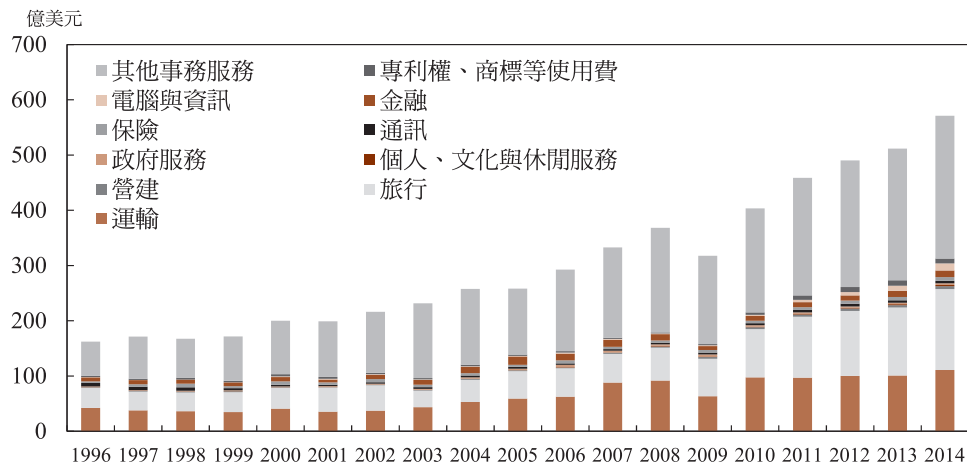
資料來源：中央銀行國際收支統計。

(二) 服務輸出前三大依序為其他事務服務、旅行與運輸服務

2014年台灣服務輸出571.5億美元，僅為商品出口的18.3%、占總貿易輸出的15.5%，其中，其他事務服務、旅行與運輸為前三大項，分別占總服務輸出的45.3%、25.6%與19.5%(圖5)。

「其他事務服務」包括三角貿易及其他與貿易相關的服務、營運租賃、專業技術與雜項事務服務。由於國內企業「台灣接单並收款，海外出貨」的營運模式盛行，三角貿易淨收入金額屢創新高，占其他事務服務約7成，占服務輸出約3成。

圖5 台灣服務輸出細項
(1996年至2014年)

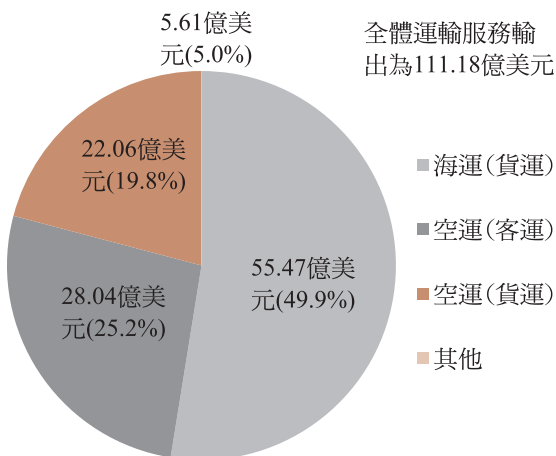


資料來源：中央銀行國際收支統計。

「運輸服務」係指海運、空運及其他形式運輸中的客運、貨運、運輸工具租金和其他輔助性之服務，包括包機、包船與港埠費用等。台灣之運輸服務輸出以貨運為主，其

中，海運與空運之貨運收入即占了全體運輸服務輸出之69.7%(圖6)，近年來，受到臨近國家港埠強大競爭壓力，使得我國運輸服務面臨極大挑戰。

圖6 2014年構成運輸服務輸出之各細項比重

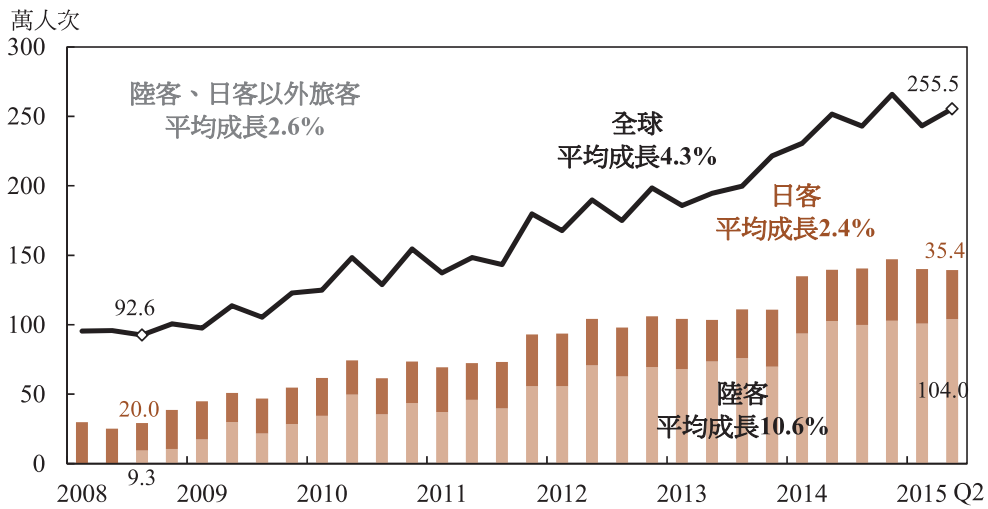


資料來源：中央銀行國際收支統計。

「旅行服務」係指在一經濟體停留不超過1年之旅客所購買商品與服務的費用，惟國際間的交通費(如機票)屬運輸服務項下之客運服務。2008年7月18日起，政府正式開放陸客觀光團來台，且於2011年6月開放自

由行，使得陸客來台人次迅速竄升，7年來平均年成長10.6%，遠高於全體來台人次之成長率4.3%(圖7)，成為旅行收入的主要來源，2015年第2季比重約40.7%^{註4}；其次則為日客，比重約13.8%。

圖7 全球與陸客來台旅客人次
(2008年第1季至2015年第2季)

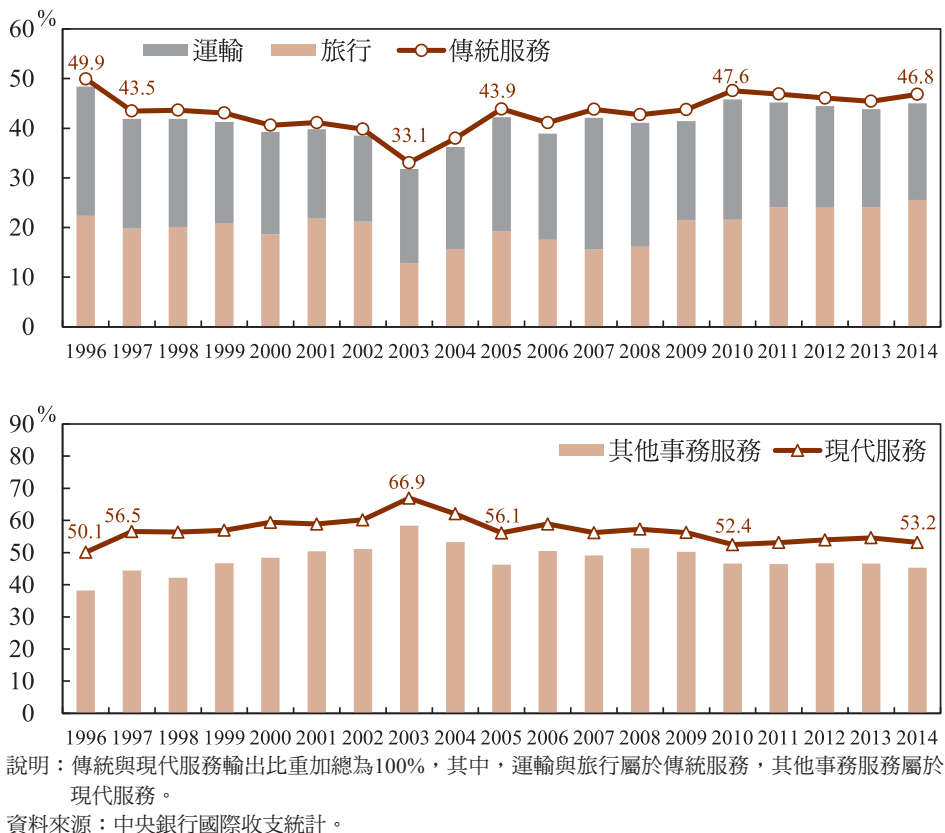


資料來源：觀光局觀光統計月報。

若按貿易性質區分，圖8顯示傳統與現代服務輸出占全體服務輸出比重相當，而後者略高於前者。傳統服務比重變動較大的時期是2003年台灣爆發SARS疫情，美國疾病管制局、世界衛生組織紛紛將台灣列入旅遊

警示區，使得來台旅客驟減(蔡美芬、楊建業(2009))，旅行收入大幅衰退35.0%，占服務輸出比重下降8.3個百分點至12.9%；隨著2008年開放陸客來台，旅行輸出比重逐年上升，2014年達25.6%。

圖8 台灣傳統與現代服務輸出比重
(1996年至2014年)



參、文獻回顧

一、貿易與匯率的關係

關於商品與服務輸出函數設定，文獻上多從需求面著手，Eichengreen and Gupta (2013)與Mallick (2011)皆以跨國追蹤模型分析不同開發程度的國家匯率對商品與服務貿易的影響。Eichengreen and Gupta (2013)發現，服務輸出(尤其是現代服務輸出)之價格效果高於商品出口之價格效果，係因從供給面而言，提供服務貿易的過程較少使用進口

品，且固定成本投入較小，使得匯率變動對服務輸出的效果較大。

由於製造業服務化(servicification)的趨勢，生產者從產品的提供者轉為服務的提供者，製造業與服務業的界線愈來愈模糊，因此，Mallick (2011)除了基本模型外，嘗試在估計服務輸出時納入商品出口、估計商品出口時納入服務輸出做為解釋變數。研究結果證實商品與服務貿易存在顯著之相互影響效果，惟匯率係數僅在估計服務輸出時符合預

期方向，而估計商品出口時則否，即貨幣貶值對中低所得國家雖會擴大服務輸出，卻不利於商品貿易，可能因其出口品極為仰賴進口之中間財投入，貶值隱含中間財進口成本提高，進而造成出口下滑。

Pattichis(2012)著重於服務貿易，分析美國之旅行、客運服務與其他運輸服務輸出入比例的影響，特別的是在模型設計上，考量傳統Johansen共整合分析需假設變數皆為非定態序列，然而在進行單根檢定後可能同時包括I(1)與I(0)序列，使得變數間的長

期關係產生偏誤，因此，Pattichis(2012)以ARDL(Autoregressive-Distributed Lag)共整合分析－區間測試法(bound testing procedure)解決序列整合階次不一的問題。研究結果發現，旅行服務J曲線效果明顯，即當美元貶值、英鎊升值時，已在英國旅行的美國人只能消費，但尚未到英國旅行者，可能因在英國消費相對較貴而不到英國旅行或是轉往他國；匯率對於運輸服務僅具有短期的顯著性影響，長期效果則不明顯。

表1 文獻對商品與服務輸出估計結果

文獻	樣本期間	應變數	匯率係數	所得係數	說明
Eichengreen and Gupta (2013)	1980年至2009年	商品出口、服務輸出	0.15***(商品貿易) 0.14***(傳統服務) 0.23***(現代服務)	-0.03 (人均所得)	採panel模型估計匯率變動對商品貿易、傳統與現代服務輸出變動之影響。(66國)
Mallick (2011)	2002年至2009年	商品出口、服務輸出	-0.0443***~ -0.0667*** (商品貿易) 0.0502***~ 0.956*** (服務貿易)	0.272***~ 0.474*** (雙邊實質GDP乘積)	採panel引力模型估計匯率變動對商品貿易與服務輸出之影響。(48國)
Pattichis (2012)	1986年第1季至2009年第4季	美國對英國之服務輸出/美國自英國服務輸入	1.664**(長期) -0.389*(短期)	1.986(外國(US) GDP) -1.858(本國(UK) GDP)	採Bound Test共整合模型估計匯率對旅行、客運服務與其他運輸服務輸出入比例的影響。

說明：1. 匯率上升(下降)代表本幣貶值(升值)，故預期係數估計值為正。

2. 「*」表示該估計係數在顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

3. 上述各文獻之解釋變數除了匯率以外，依研究目的不同，納入其他解釋變數，例如：儲蓄率、金融危機虛擬變數、金融改革指標、資通訊相關變數等。

二、貿易與其他變數的關係

由於服務貿易與經濟發展程度有關，Kim(2006)指出，當一國經濟成長、所得提高時，對服務之需求會增加且占GDP比重提

高，因而服務部門在已開發國家的貢獻較明顯。Mallick (2011)更發現服務貿易的所得係數高於商品貿易，也就是所得提高對於服務貿易發展具有更大的潛力。

相對於匯率和國外所得在商品貿易所扮

演的重要角色，Noland et al.(2012)指出勞工素質與技能、資訊化程度、基礎建設、貿易開放程度、外人直接投資等亦為影響服務貿易的因素之一。Goswami et al.(2012)亦認為，相較於商品貿易，服務貿易的成長需要仰賴高技術與資訊密集型的人力資本。

三、國內服務輸出相關文獻

由於旅行服務資料取得相對容易，最常作為國內服務貿易實證分析的項目，周明智(2002)以1956年至2000年為樣本期間，發現來台觀光人次及觀光外匯收入受實質匯率及

實質GDP衝擊的反應較強，且波動解釋能力較高，然而，魏文欽及莊瑋婷(2012)分析1999年至2010年全球來台觀光人次卻得到不同的結論，認為2008年開放陸客來台，觀光人次遽增，使得匯率對來台人次的影響效果由預期的正相關轉為負相關，加上中國大陸與台灣深厚的歷史背景，陸客對於匯率的升值較無顯著影響。

目前未有分析台灣全體服務貿易或旅行以外細項受匯率影響之文獻，因此，希望透過本文的研究，可做為未來對此議題有興趣者的參考。

肆、模型設定與資料處理

一、模型設定

關於變數選擇的部份，本文根據Mallick(2011)與Eichengreen and Gupta (2013)，以需求面為基礎，將實質服務輸出(rex_j)設為實質匯率(rer)及國外實質所得($rgdp_f$)之函數如式(1)：

$$rex_j = f(rer, rgdp_f) \quad (1)$$

由於本文著重於分析台灣之貿易狀況，加上欲討論變數間是否有長期的均衡關係，故選擇共整合模型估計，惟需根據單根檢定結果選擇Pattichis(2012)之ARDL共整合分析或Johansen(1988)之共整合模型。迴歸設定如式(2)：

$$\begin{aligned} \Delta rex_{j,t} = & \alpha_j + \sum \beta_i \Delta rex_{j,t-1} + \sum \gamma_i \Delta rer_{t-1} \\ & + \sum \delta_i \Delta rgdp_{f,t-i} + \rho (rex_{j,t-1} - \theta_0) (2) \\ & - \theta_1 rer_{t-1} - \theta_2 rgdp_{f,t-1} + u_{j,t} \end{aligned}$$

其中， $rex_{j,t-1} - \theta_0 - \theta_1 rer_{t-1} - \theta_2 rgdp_{f,t-1} = 0$ 為共整合之長期均衡關係， $\theta_i (i = 0, 1, 2)$ 為共整合係數， rer 為一單位新台幣兌美元之實質匯率，當 rer 下降，新台幣相對貶值，將擴大服務輸出，預期 θ_1 為負號； $rgdp_f$ 提高則意味國外實質所得增加，預期可促進服務輸出，故 θ_2 為正號； ρ 為調整係數，表示模型回到長期均衡的調整速度， $u_{j,t}$ 為服從常態分配之殘差值。

本文以相同的解釋變數(rer 與 $rgdp_f$)分析其對不同應變數(rex_j)的影響，也就是

為全體服務輸出(ser)、傳統服務輸出($tradi$)以及現代服務輸出($modern$)；此外，台灣前三大之服務輸出合計占全體服務輸出的90.3%，相當具有代表性，故分別納入運輸($trans$)、旅行($trav$)與其他事務服務($other$)作為被解釋變數之一。

二、資料處理與資料來源

(一) 實質服務輸出

由於BOP之服務輸出為名目值，需以物價指數平減為實質輸出，本文以出口物價指數作為主要的物價平減指數^{註5}，惟部分服務輸出細項無法與其對應^{註6}時，則採消費者物價指數之相關細項替代，如旅行、營建、個人、文化與休閒服務、政府服務、保險、金融等。各變數與相對的物價指數整理如表2，且皆以X-12 ARIMRA進行季調再取對數。

表 2 各實質服務輸出之編製方式

實質輸出變數名稱	變數處理說明	資料來源
服務輸出(rex_{ser})	傳統與現代服務輸出總和。	中央銀行國際收支統計(服務輸出)、主計總處(物價指數)
傳統服務輸出(rex_{tradi})	運輸、旅遊、營建、個人、文化及休閒服務與政府服務輸出之總和。	
運輸服務輸出(rex_{trans})	以美元計價之出口物價指數－第17類運輸工具平減。	
旅行服務輸出(rex_{trav})	以消費者物價指數－食物類、衣著類、居住類的平均平減。	
營建服務輸出(rex_{constr})	以消費者物價指數－居住類平減。	
個人、文化與休閒服務輸出(rex_{cul})	以消費者物價指數－娛樂費用平減。	
政府服務輸出(rex_{gov})	以消費者物價總指數平減。	
現代服務輸出(rex_{modern})	通訊、保險、金融、電腦與資訊、專利權、商標等使用費與其他事務服務輸出之總和。	
通訊服務輸出(rex_{tel})	以美元計價之出口物價指數－85電機、電視影像、聲音記錄等設備及其零件平減。	
保險服務輸出(rex_{ins})	以消費者物價總指數平減。	
金融服務輸出(rex_{fin})	以消費者物價總指數平減。	
電腦與資訊服務輸出(rex_{compu})	以美元計價之出口物價指數－第16類機器、電機、電視影像及聲音記錄機等設備平減。	
專利權、商標等使用費服務輸出(rex_{royal})	以美元計價之出口物價指數－90光學、計量、檢查、醫療儀器及其零件平減。	
其他事務服務輸出(rex_{other})	以美元計價之出口物價總指數平減。	

(二) 實質匯率與國外實質所得

rer 為新台幣兌美元的雙邊名目匯率以美國與台灣之相對物價指數平減後取對數。

$rgdp_f$ 係採我國主要貿易對手國季調後的實質GDP^{註7}加總(表3)。

表3 實質匯率與國外實質所得之編製方式

實質變數名稱	變數說明	資料來源
實質匯率(rer)	新台幣兌美元匯率(NTD/USD)，經台灣與美國之相對消費者物價指數平減後取對數，數值上升表示新台幣相對升值。	中央銀行(匯率)、主計總處(台灣CPI)、美國商務部(美國CPI)
國外實質所得($rgdp_f$)	各國季調後實質GDP加總後取對數，包括美國、日本、中國大陸、東協六國、歐元區等十個經濟體	Eurostat(歐元區) IHS Global Insight(其餘國家)

伍、實證分析

一、全體服務、傳統服務與現代服務輸出實證結果

考量資料的可取性並排除部分服務輸出早期為0的期間，本文選擇1996年第1季至2015年第2季作為實證樣本期間。

(一) 單根檢定

本文針對式(2)的實證變數進行單根檢定，採用ADF(Augmented Dickey Fuller)、

PP(Philips-Perron)、DF-GLS以及KPSS四種檢定方法，檢驗變數為是否為定態數列，表4之單根檢定結果顯示各序列特性一致，水準值皆有單根，而經過一階差分，其檢定結果為定態，可知各變數皆為I(1)數列，無Pattichis(2012)需以ARDL解決序列整合階次不一的問題，因此，本文實證分析回歸Johansen(1988)建議的共整合分析法進行檢定與估計。

表4 單根檢定結果

	ADF單根檢定		DF-GLS單根檢定		KPSS單根檢定		Philips-Perron單根檢定	
	水準值	一階 差分項	水準值	一階 差分項	水準值	一階 差分項	水準值	一階 差分項
rex_{ser}	-0.66	-12.57 ***	1.39	-12.64 ***	1.16 ***	0.15	-0.58	-17.86 ***
rex_{tradi}	-1.30	-13.21 ***	1.27	-11.13 ***	1.32 ***	0.08	-1.29	-13.32 ***
rex_{modern}	-1.28	-13.47 ***	0.76	-12.60 ***	1.13 ***	0.16	-1.18	-18.20 ***
rex_{trans}	-1.83	-11.87 ***	0.92	-6.03 ***	1.33 ***	0.13	-1.85	-11.85 ***
rex_{trav}	-1.01	-15.07 ***	0.78	-12.34 ***	1.23 ***	0.05	-1.26	-15.80 ***
rex_{other}	-1.32	-14.66 ***	1.05	-1.97 **	1.29 ***	0.24	-1.48	-17.88 ***
rer	-1.22	-7.98 ***	-0.73	-6.71 ***	0.68 **	0.11	-1.18	-7.96 ***
$rgdp_f$	-1.02	-2.67 *	0.06	-1.15	1.15 ***	0.14	-1.07	-7.29 ***

說明：1. 為包含常數項之檢定統計量，最大落後期為12期。DF-GLS若為包含常數項時，t分配另外計算。

2. 除KPSS檢定的虛無假設為「變數為定態時間數列」外，其餘三種檢定的虛無假設均為「變數具有單根，為非定態之數列」。

3. 「*」為顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

(二) 共整合檢定

本文根據Johansen(1988)提出之共整合檢定，探討實質服務輸出、實質匯率與國外實質所得三變數間是否存有共整合關係，其中，實質輸出分別以全體服務輸出、傳統與現代服務輸出、運輸、旅行與其他事務服務輸出等變數估計。首先，由Schwartz

information criterion(SIC)選定VAR之最適落後期皆為落後1期^{註8}；其次，採跡檢定(Trace Test)與最大特性根檢定(Max-eigenvalue Test)檢定變數間共整合關係的個數^{註9}，表5結果顯示各模型皆拒絕 $r=0$ 而無法拒絕 $r \leq 1$ ，即最多只有1個共整合關係^{註10}。

表5 共整合檢定結果

	模型(1) rex_{ser}		模型(2) rex_{tradi}		模型(3) rex_{modern}	
	trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max
$r = 0$	42.92 ***	25.82 ***	29.80 ***	21.13 ***	50.66 ***	31.36 ***
$r = 1$	25.87	19.39	15.49	4.26	19.30	12.87
$r = 2$	12.52	12.52	3.84 **	3.84 **	6.43	6.43
	模型(4) rex_{trans}		模型(5) rex_{trav}		模型(6) rex_{other}	
	Trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max
$r = 0$	42.92 ***	26.66 **	48.12 **	33.40 ***	44.88 ***	32.95 ***
$r = 1$	25.87	9.02	14.71	7.86	11.94	7.74
$r = 2$	12.52 *	6.56 *	6.85	6.85	4.19 **	4.19 **

說明：1. r 代表相異的共整合向量個數。

2. 若跡檢定與最大特性根檢定的結果不一致時，依照Johansen與Juselius(1990)的建議，採最大特性根檢定。

(三) 服務輸出實證結果

根據表6模型(1)~(3)的共整合估計結果，模型(1)指出實質匯率對全體服務輸出的影響不具顯著性；若將服務區分為模型(2)之傳統服務與模型(3)之現代服務，新台幣兌美元實質升值會明顯減少現代服務輸出，惟傳統服務輸出顯著不符合預期方向，推論係因構成傳統服務輸出之主要細項—旅行於2008年起存在開放陸客來台之政策面因素，扭曲匯率對傳統服務輸出的效果，我們將於下一節針對此政策面因素進行處理。

至於國外實質所得係數，僅傳統服務輸出具統計顯著性且符合理論預期為正相關，其餘兩模型為不顯著，推論是因服務輸出細項的性質差異大，使得綜合來看，服務輸出

的價格效果或所得效果皆被各服務輸出細項的特性中和，得到不顯著或不符預期的結果。

共整合模型之調整係數顯著為負數，表示當模型(1)至模型(3)偏離均衡時，每季回復至均衡的速度為56.8%至70.6%，故約在1.42至1.76季會回到均衡。殘差值診斷性檢定方面，根據LM自我相關檢定 (autocorrelation LM test) 結果，落後4期之殘差項不具有自我相關性；常態性檢定雖顯示殘差項不具有常態性，惟共整合漸近分配之特性只要殘差項符合獨立相同分配 (independent identical distribution, iid) 的條件即可 (Johansen(1995))，故常態假設對於估計結果的影響不大，模型設定大致允當。

表6 服務輸出之共整合關係

被解釋變數		模型(1)	模型(2)	模型(3)
解釋變數		rex_{ser}	rex_{tradi}	rex_{modern}
資料期間		1996Q1~2015Q2		
實質服務輸出(rex_j)		1	1	1
新台幣兌美元 實質匯率(rer)		-0.0202 [-0.125]	-1.0084 *** [-5.488]	0.6918 * [-2.587]
國外實質所得 ($rgdp_j$)		-0.8714 [-1.678]	-2.7299 *** [-24.714]	-0.0509 [-0.059]
趨勢項		-0.0118 * [-2.883]		-0.0164 * [-2.429]
C		-0.0691	12.6344	-3.8523
調整係數		-0.7062 *** [-6.197]	-0.5681 *** [-5.396]	-0.6582 *** [-5.801]
殘差檢定	LM(1)	0.07	0.27	0.08
	LM(4)	0.75	0.60	0.77
	常態檢定	0.00	0.00	0.00

- 說明：1. []內為t值，「***」、「**」與「*」分別表示在1%、5%和10%顯著水準下，係數估計值顯著異於0。
 2. 各模型之共整合模型均為落後0期。
 3. LM檢定統計量，係檢定殘差是否存在序列相關，選擇LM(1)與LM(4)係分別檢定當季殘差與前1季殘差(1階)及前1年殘差(4階)的序列相關。
 4. 常態檢定採Doornik-Hansen多變量常態檢定，係檢定殘差是否為常態分配。
 5. 共整合向量的估計結果，若實證變數係數符號為負，移項後表示與實質服務輸出為同向關係，反之，若係數為正，則為負向關係。

二、主要服務輸出細項之實證結果

(一) 運輸服務輸出

根據表7模型(4)的實證結果，實質匯率對運輸服務輸出的影響不顯著。檢視資料內涵，台灣運輸服務輸出以貨運收入為主，且

以國際間貨運收入^{註11}為大宗，也就是與全球貿易的關聯性較為密切，然而，貿易受全球景氣的影響較GDP明顯，全球出進口貿易額的波動會較全球實質GDP大(圖9)，因此，相對於國外實質所得，全球出進口貿易額^{註12}較適合做為解釋貨運收入的變數。

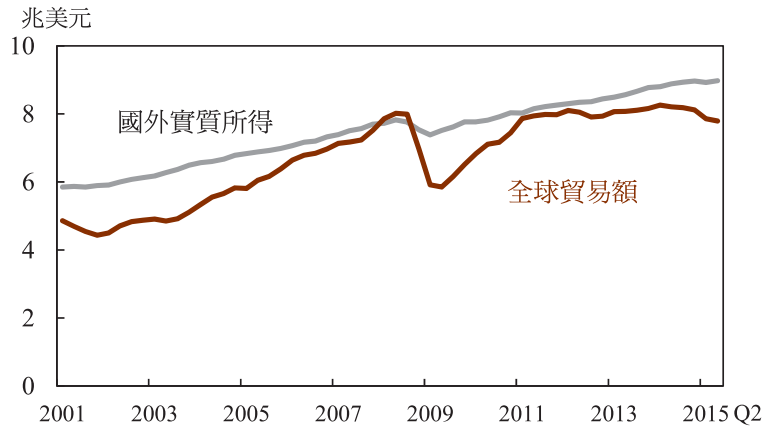
表7 共整合檢定結果(實質匯率)

被解釋 變數 解釋變數	模型(4)	模型(4-1)	模型(5)	模型(5-1)	模型(5-2)	模型(5-3)	模型(5-4)	模型(6)	
	rex_{trans}	rex_{trans}	rex_{trav}	rex_{trav_CN}	rex_{trav_CN}	rex_{trav_JP}	rex_{trav_JP}	rex_{other}	
資料期間	1996Q1~ 2015Q2	2001Q1~ 2015Q2	1996Q1~ 2015Q2	2008/7~2015/6				1996Q1~ 2015Q2	
實質服務輸出 (rex_j)	1	1	1	1	1	1	1	1	
新台幣兌美元 實質匯率(rer)	-0.2358 [-1.083]	3.1196*** [5.326]	-1.8787*** [-6.093]					1.2034*** [4.643]	
人民幣兌新台幣 實質匯率(rer_{CNY})				3.3174*** [4.223]	1.1251 [1.071]				
日圓兌新台幣 實質匯率(rer_{JPY})						-1.1799*** [-6.017]	-0.9036*** [-7.854]		
國外實質所得 ($rgdp_j$)	-7.2181*** [-8.432]		3.3729** [2.783]					-2.1554*** [-13.834]	
實質全球貿易額 ($rtrade_j$)		-1.5523*** [-19.095]							
中國大陸實質 所得($rgdp_{CN}$)				-4.5032*** [-15.490]	-8.7519** [-2.858]				
日本實質所得 ($rgdp_{JP}$)						-4.8620*** [-5.093]	-2.3673*** [-3.671]		
趨勢項			-0.0505*** [-5.291]		0.0357 [1.346]	-0.0039*** [-5.680]			
C	51.8542	16.8801 [7.380]	-38.4296	10.2591	20.5144	17.6030	4.9824	15.0139	
調整係數	-0.4136*** [-4.444]	-0.5422*** [-5.095]	-0.6648*** [-6.204]	-0.2308*** [-3.024]	-0.3850*** [-4.219]	-0.4626*** [-3.813]	-1.0243*** [-5.809]	-0.6338*** [-5.928]	
漸進開放陸客來台 之虛擬變數					-0.0071 [-1.578]				
311震後台日友好 之虛擬變數							0.2861*** [4.887]		
殘差 檢定	LM(1)	0.01	0.07	0.46	0.00	0.00	0.07	0.81	0.08
	LM(4)	0.30	0.73	0.50	0.67	0.56	0.15	0.42	0.39
	常態檢定	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

說明：1. 除了模型(4-1)、模型(5-3)與模型(5-4)共整合落後期為1期以外，其餘模型落後期為0期，惟本表未揭露短期解釋變數之係數。

2. 其餘說明同表6。

圖9 國外實質所得與全球貿易額趨勢



資料來源：IHS Global Insight。

(二) 旅行服務輸出

根據表7模型(5)的實證結果，實質匯率與國外所得皆不符預期方向，即實質匯率下降(新台幣相對貶值)及國外所得增加反而使旅行服務輸出減少^{註13}，推論係因各國旅客來台因素與消費特性不同，使得合併估計全球旅客來台之旅行收入時，模型未能適切的反映實際情況。

1. 政策因素與歷史文化影響陸客與日客來台人次

自2008年7月起，政府採漸進式開放陸客來台觀光，附錄一指出初期旅遊模式以觀光團為限，隨著觀光需求增加，停留日數、每日來台人次配額等皆陸續調高，目前團客每日配額達5000人次；2011年6月進一步開放陸客自由行，試點城市亦由3個逐漸增至47個城市，每日配額達5000人次，為台灣帶來廣大的商機。

台灣與日本歷史淵源深厚，民間團體長期密切交流，2011年日本311大地震後，政府及民間組織迅速派出救難團隊赴日搶救，提供物資、金援並協助來台安置避難，捐助總額約新台幣62億元，高居全球之冠；日本為了感謝台灣的即時援助，陸續來台舉辦遊行或交流活動，災後一年內來台人次較上年同期增加約兩成，台日友好關係再度升溫。

2. 陸客與日客來台之旅行服務輸出模型設定

由於陸客與日客來台受政策與歷史文化影響深遠，擬納入虛擬變數重新估計其來台之消費收入如式(3)與式(4)：

$$\begin{aligned} \Delta rex_{trav_CN,t} = & \alpha_j + \sum \beta_i \Delta rex_{trav_CN,t-1} \\ & + \sum \gamma_i \Delta rer_{CNY,t-1} + \sum \delta_i \Delta rgdp_{CN,t-1} \quad (3) \\ & + \omega_1 dum_{CN} + \rho (rex_{trav_CN,t-1} - \theta_0 \\ & - \theta_1 rer_{CNY,t-1} - \theta_2 rgdp_{CN,t-1}) + u_{CN,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta rex_{trav_JP,t} = & \alpha_j + \sum \beta_i \Delta rex_{trav_JP,t-1} \\ & + \sum \gamma_i \Delta rer_{JPY,t-1} + \sum \delta_i \Delta rgdp_{JP,t-i} \\ & + \omega_i dum_{JP} + \rho (rex_{trav_JP,t-1} - \theta_0 \\ & - \theta_1 rer_{JPY,t-1} - \theta_2 rgdp_{JP,t-1}) + u_{JP,t} \end{aligned} \quad (4)$$

其中， rer_{CNY} 與 rer_{JPY} 為一單位人民幣或日圓兌新台幣之實質匯率，即 rer_{CNY} 或 rer_{JPY} 上升，表示人民幣或日圓的購買力提高，有利於陸客或日客來台旅行，預期 θ_i 為正號。至於陸客與日客之虛擬變數，前者係根據附錄一漸進式開放陸客來台政策之開放時點設定，無論是團客或自由行、放寬每日配額或增加自由行試點城市之開放政策，皆會增加陸客來台消費，故以累進方式設定虛擬變數^{註14}；後者台日友好關係則自2011年3月以後設為1，預期皆為正相關。

估計陸客與日客旅行輸出之樣本期間為2008年7月至2015年6月^{註15}，採觀光局公務統計之各月來台人次與平均停留夜數，搭配來台旅客消費及動向調查報告之平均每人每日消費金額，分別計算陸客與日客旅行收入月資料，資料處理方式詳附錄二。

3. 陸客與日客來台之旅行服務輸出實證結果

表7模型(5-1)與模型(5-2)陸客旅行收入之實證結果顯示，中國大陸實質所得提高顯著刺激陸客來台消費，惟人民幣兌新台幣之實質匯率係數不符預期，推論係因中國大陸對台灣深厚的民族情感與歷史淵源，在政策開放後藉著團客與自由行的方式陸續來台，

人民幣兌新台幣實質匯率波動對陸客旅行收入的影響較弱；至於政策因素部分，係數不顯著，可能係因目前尚屬開放初期階段，每日來台人次配額上限提高、自由行試點城市增加、淡旺季配額挪用等各項政策間相互影響，不易由模型捕捉各解釋變數與政策變數之效果^{註16}。

表7模型(5-3)日客旅行收入之實證結果指出，無論是日圓實質升值或日本實質所得提高，皆顯著增加日客來台消費收入，符合預期方向；模型(5-4)加入311震後台日友好之虛擬變數亦顯著為正，顯示災後日客來台消費顯著增加。誤差修正項的部分，加入虛擬變數後的調整速度為未加入虛擬變數的兩倍，不到1個月即可調整回到均衡。

(三) 其他事務服務輸出

其他事務服務輸出主要為三角貿易淨收入，係指由國內接單，但貨物不經我國通關，直接由第三地運送至國外買方，而貨款由國內業者收取，可視為未通關之淨出口。表7模型(6)顯示，與商品出口模型相似^{註17}，實質匯率下降1%會顯著增加其他事務服務輸出1.2034%，國外所得亦符合預期方向。誤差修正項之調整速度則與現代服務輸出相近，每季回復至均衡的速度約為63.4%。

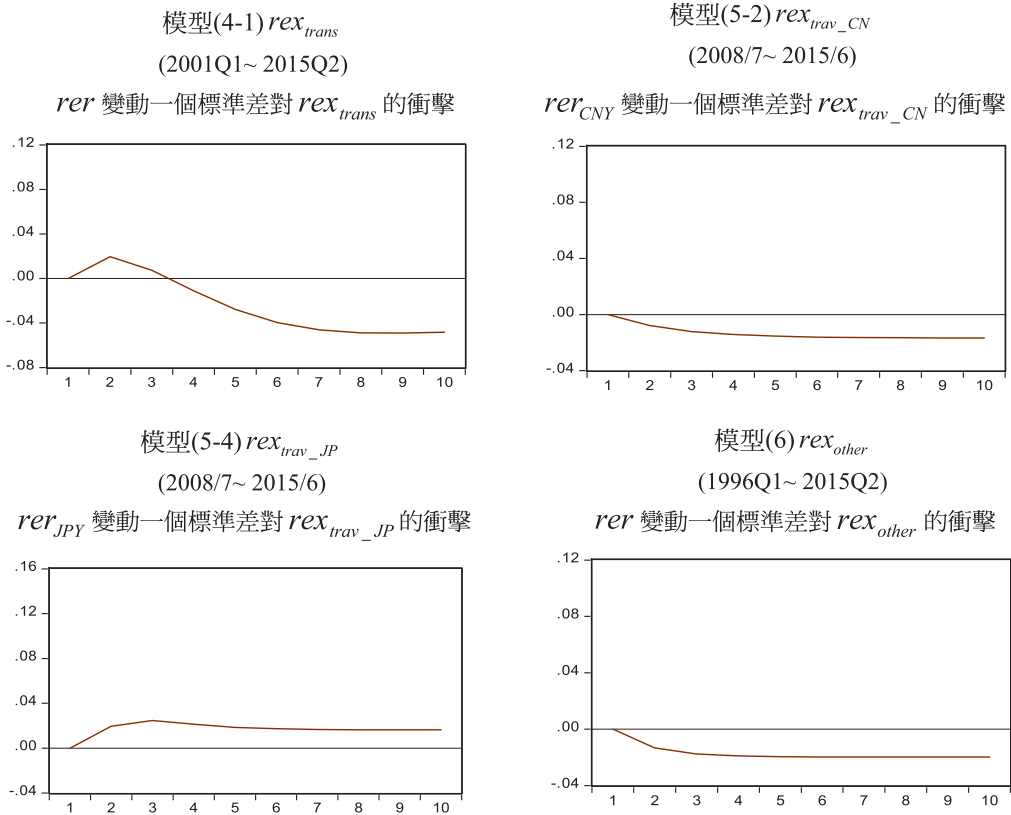
(四) 衝擊反應函數與預測誤差變異數分解

在共整合的模型下，本文進一步針對服務輸出細項進行衝擊反應函數與預測誤差變

異數分解^{註18}。衝擊反應函數表示在其他衝擊不變下，特定衝擊對於內生變數動態之影響。圖10^{註19}顯示新台幣相對升值時，初期運輸服務輸出反而會增加，但第4季起回歸預

期轉為負向影響，反映運輸服務輸出因與全球貿易密切相關，與匯率之間存在J曲線的關係。

圖10 衝擊反應函數



匯率對其他事務服務輸出及旅行收入亦有長期的影響，新台幣相對升值時，其他事務服務在第10季仍有持續性的負衝擊；相對的，日圓相對升值時，因日客購買力提高，日客旅行收入長期而言會增加，皆符合預期。惟人民幣相對升值時，陸客旅行收入反而減少，如前文所述，可能係因台灣尚處於

初期開放陸客來台的階段，各種開放政策效果彼此影響，而不易得到符合預期之長期穩定均衡關係。

預測誤差的變異數分解係計算某一變數的預測誤差變異數由自身變動解釋的比例，及由其他變數解釋的程度，藉此推估變數間被解釋程度的強弱。

表8顯示，除了運輸服務輸出以外，預測誤差變異數受自身變動解釋的比例最高，且隨時間遞減，第24期自身變動約可解釋57.4%至79.4%。實質匯率與國外實質所得對各服務輸出變動的解釋力隨時間遞增，第24期運輸服務輸出與其他事務服務變動可由實

質匯率解釋的程度分別為19.6%與27.4%；至於旅行收入，日圓兌新台幣實質匯率約可解釋日客旅行收入變動的18.9%，人民幣兌新台幣實質匯率對陸客旅行收入變動的解釋力較低，約12.4%。

表8 預測誤差變異數分解

單位：%

期數	模型(4-1) rex_{trans}				模型(5-2) rex_{trav_CN}			
	S.E.	rex_j	rer	$rtrade_j$	S.E.	rex_j	rer_{CNY}	$rgdp_{CN}$
1	0.0693	100.0000	0.0000	0.0000	0.1185	100.0000	0.0000	0.0000
2	0.1029	82.5182	3.6190	13.8628	0.1406	99.4745	0.3173	0.2082
4	0.1606	55.6652	2.1612	42.1737	0.1569	97.2094	1.6851	1.1055
8	0.2540	31.0386	11.5211	57.4403	0.1728	91.8868	4.8991	3.2141
12	0.3190	24.6592	16.2405	59.1003	0.1856	87.5653	7.5085	4.9261
16	0.3716	22.0452	17.9445	60.0103	0.1976	84.2204	9.5284	6.2513
20	0.4177	20.4970	18.9271	60.5759	0.2088	81.5734	11.1267	7.2999
24	0.4592	19.4782	19.5817	60.9402	0.2195	79.4282	12.4221	8.1497
期數	模型(5-4) rex_{trav_JP}				模型(6) rex_{other}			
	S.E.	rex_j	rer_{JPY}	$rgdp_{JP}$	S.E.	rex_j	rer	$rgdp_j$
1	0.1334	100.0000	0.0000	0.0000	0.1181	100.0000	0.0000	0.0000
2	0.1352	97.7900	2.0843	0.1257	0.1273	98.2889	1.0990	0.6121
4	0.1409	90.5205	7.3107	2.1688	0.1336	92.5312	4.7971	2.6717
8	0.1522	81.3828	11.3817	7.2355	0.1436	81.8075	11.6849	6.5076
12	0.1627	74.8685	13.9585	11.1730	0.1529	73.5283	17.0025	9.4692
16	0.1725	69.8043	15.9574	14.2383	0.1617	66.9974	21.1973	11.8053
20	0.1819	65.7508	17.5574	16.6918	0.1700	61.7145	24.5904	13.6951
24	0.1907	62.4327	18.8671	18.7001	0.1780	57.3531	27.3917	15.2552

(五) 小結

上述實證結果發現，新台幣相對貶值及國外實質所得提高，對全體服務輸出並無顯著影響，主要係因各服務輸出細項的異質性太大，彼此間的效果不一致而相互干擾，加上匯率未必與各細項皆有直接的影響關係，因此，有必要區分細項個別估計。

若分別看台灣主要三大服務輸出細項，發現匯率係數顯著的服務項目，是與商品性質相似的運輸與其他事務服務輸出，由於台灣運輸服務輸出以國際貨運收入為主，加上占其他事務服務輸出比重最高之三角貿易淨收入的最終消費國多為美國，故與新台幣兌

美元之雙邊匯率有明顯的關聯性。至於旅行輸出，在基本之解釋變數下，宜個別估計陸客與日客兩大客源之旅行收入，較能得出適宜的估計結果，惟漸進式開放陸客來台政策因開放方式多元且彼此相互影響，不易於模型中掌控其效果。

此外，本文亦嘗試以實質有效匯率指數(*reer*)作為雙邊實質匯率的替代變數，實證結果詳附錄三，除了日客旅行收入以外，其餘匯率係數皆不顯著，推測原因為*reer*是由主要商品貿易對手國之出進口貿易值作為權數，與服務貿易之主要對手國不盡相同，因此，未能適切反應匯率對服務的影響效果。

陸、結論與建議

一、結論

服務貿易在我國經濟成長所扮演的角色日益重要，影響服務貿易因素值得探討。然而，相對於有形商品貿易，服務貿易具有無形的、無法儲存的特性，概念較抽象，不僅統計資料的蒐集困難，且台灣對於服務貿易之實證少有研究。

本文根據Noland et al.(2012)的分類方式，將台灣BOP的服務貿易區分為傳統服務與現代服務，並透過共整合模型由需求面分析1996年第1季至2015年第2季匯率對全體服務輸出及主要服務細項－運輸、旅行與其他事務服務的影響。實證結果歸納如下：

(一) 實質匯率對台灣全體服務輸出無顯著影響，惟須針對不同性質之服務輸出個別估計

與商品出口不同，實質匯率係數在全體服務輸出不顯著，主要係因各服務輸出細項的特性差異太大，匯率未必會直接影響各細項，因此，有必要按服務貿易性質或細項個別估計，並適時調整模型設定，例如：台灣之運輸服務輸出以國際間貨運收入為主，全球出進口貿易總額較國外所得適合做為貨運收入的解釋變數；旅行輸出則因來台旅客特性不同，依陸客與日客分別估計兩者之消費收入，如此一來，估計出的價格效果較為合

理。

(二) 與商品出口性質相似之運輸與其他事務服務輸出，價格效果明顯

台灣主要服務輸出三大項中，匯率係數顯著的服務項目皆與商品出口密切相關或性質相似，例如：我國海空運業者承攬國際貨運的業務與全球出進口貿易額的變動有關，而以三角貿易淨收入為主的其他事務服務輸出，實則為我國未通關之淨出口，因此，實質匯率在上述服務輸出皆扮演重要的角色。

(三) 陸客來台收入因歷史文化因素強烈，扭曲匯率之估計結果；日客之價格效果則符合預期

旅行輸出在區分陸客與日客後，日圓兌新台幣實質匯率上升(日圓相對升值)或311震後台日友好關係升溫，有助於日客來台消費增加。相對的，中國大陸與台灣深厚的歷史淵源，在政策開放後，無論團客或自由行，來台者眾，不會因人民幣兌新台幣之實質匯率波動而影響來台意願，短期內陸客大量來

台，使得實證之價格效果未能反映總體經濟長期均衡的關係。

二、建議

為了強化BOP與國民所得帳、國際投資部位(IIP)及貨幣金融統計等各總體統計的調和，IMF於2009年12月公布第六版國際收支統計手冊(BPM6)。與貿易相關的最大改變為根據所有權移轉原則，將三角貿易由服務改列於商品貿易，而商品加工及修理則由商品改列服務貿易，雖可改善全球商品出進口值不對稱現象，惟此舉將擴大國際收支與通關商品貿易的差異，削弱國際收支商品貿易與國內生產活動的相關性。

由於我國三角貿易淨收入約占服務輸出的三分之一，三角貿易在BOP分類的重新劃分，使得未來各國若改按BPM6評比，台灣服務貿易在全球排名恐大幅滑落，需持續關注我國服務貿易走勢。

附 註

(註1) 為國際收支統計(BOP)商品出口金額，與財政部出口3,137億美元略有不同，主因BOP係依財政部數字經時差、類別與範圍調整列帳。

(註2) 2013年傳統服務貿易逆差略擴大為9.8億美元，主因日圓大幅貶值，國人赴日人次增加50.4%，致旅行支出大幅增加。

(註3) 三角貿易係指貨物非由我國通關出進口而逕由他地出進口，但貨款由國內廠商在國內收付者，本項服務以價差列帳。其他與貿易相關的服務如貿易佣金及代理費。

(註4) 該比重是由圖7中，2015年第2季陸客104.0萬人次除以全體255.5萬人次而得。

(註5) 文獻上亦有學者採GDP平減指數進行物價平減，好處是其包括商品與各行業別服務細項，且與國際收支服務貿易細

項分類相近，惟本文被解釋變數包括GDP，恐造成解釋變數間存在共線性的問題。

- (註6) 主計總處公布出口物價指數之細項包括動物產品；調製食品、飲料、酒及菸類；礦產品；化學或有關工業產品；塑、橡膠及其製品；木漿、紙及其製品；紡織及其製品；石料製品、玻璃及玻璃器；基本金屬及其製品；機器、電機、電視影像及聲音記錄機等設備；運輸工具；光學、計量、醫療儀器、樂器及其零件；雜項製品。
- (註7) IHS Global Insight的實質GDP資料為2010年價格計算的實質GDP(十億美元)。
- (註8) 共整合模型的落後期會較VAR模型少一期，故實質服務輸出共整合模型為落後0期。此外，若以Akaike Information Criterion(AIC)準則，僅 rex_{ser} 與 rex_{trans} 為落後2期，其餘服務輸出仍為落後1期，差異不大。
- (註9) 跡檢定與最大特性根檢定之虛無假設皆為「最大共整合階次為 r (即最多只有 r 組共整合關係)」，跡檢定之對立假設為「最大共整合階次為 k 」，而最大特性根檢定之對立假設為「最大共整合階次為 $r+1$ 」。
- (註10) 在經濟意涵上，一組共整合關係較容易解釋，故表6根據不同模型，選擇共整合向量或VAR是否有常數或趨勢項，以得到1組共整合關係。
- (註11) 即居民之海運或航空公司承攬商品自A國到B國的運費收入。
- (註12) 全球進出口值係採IHS Global Insight之全球出口與進口值合計，並以全球CPI平減而得。
- (註13) 若剔除陸客來台消費金額之旅行服務輸出進行實證分析，國外所得之估計係數符合預期方向，為顯著正相關，惟實質匯率不顯著，推論係因外國旅客來台消費能力不能單看新台幣兌美元的實質匯率，而需考慮該國貨幣相對新台幣的匯率變動，因此，宜區分國別分析旅行收入。
- (註14) 累進之虛擬變數設定方式係參考He(2014)。
- (註15) 觀光統計月報在2008年6月以前，並未將陸客自亞洲地區獨立出來，缺少平均停留夜數資料，故無法計算國別之旅行收入。
- (註16) 本文亦嘗試將團客與自由行之開放政策獨立出來，設定累進或單一之虛擬變數，仍未能改善虛擬變數之估計結果。
- (註17) 本文曾嘗試以相同的解釋變數與共整合模型架構，討論匯率對商品出口和服務輸出的影響是否相同，其長期均衡關係為 $rex_{goods,t-1} = 8.1654 - 0.4242rer_{t-1} + 1.9279rgdp_{f,t-1}$ ，係數皆顯著符合預期方向，且調整係數與殘差檢定均指出模型設定允當。
- (註18) 本文亦嘗試進行因果關係檢定，惟服務輸出細項中，陸客旅行收入與其他事物服務輸出之共整合模型落後期為0期，無法進行Granger因果檢定；至於運輸服務輸出，在5%的顯著水準下，實質匯率與國外實質所得單方向Granger影響運輸服務輸出，然而日客旅行收入則無法得出此結果，可能原因為Granger因果檢定係指統計上的因果關係，即給定自身變數落後項之下，其他解釋變數落後項對當期被解釋變數的影響，非實際經濟情況的因果關係，亦無法表達解釋變數與被解釋變數之間當期的影響關係。
- (註19) 由於本文採Eviews進行實證分析，未能於圖10揭露VECM衝擊反應函數的信賴區間，未來將嘗試其他計量軟體，以不同的模擬方式得出一致性的實證結果及信賴區間。

參考文獻

中文文獻

- 中華經濟研究院(2012),「提高陸客來台對消費與就業的帶動效果」,經濟部委託計畫。
- 方文碩、張倉耀和葉志權(2005),「匯率貶值及其風險與出口」,經濟研究,第四十一卷第一期,頁105-139。
- 林依伶(2014),「影響我國商品出口變動之因素—考量匯率對進口中間財之影響」,中央銀行季刊,第三十六卷第三期,頁3-29。
- 周明智(2002),「影響來台旅遊人數及觀光外匯收入總體變數決定因素之研究」,管理學報,第十九卷第三期,頁1-17。
- 陳佩珩、田慧琦(2012),「影響中長期新台幣實質有效匯率因素的探討」,中央銀行季刊,第三十四卷第二期,頁43-84。
- 蔡美芬(2008),「APEC能力建構研討會『國際間服務貿易之衡量』專題研討會報告」,公務出國報告。
- 蔡美芬、楊建業(2009),「我國旅行收支的發展並與亞洲主要鄰國比較」,中央銀行內部報告。
- 魏文欽、莊璋婷(2012),「影響來台觀光旅客人數因素內衍性之探討」,休閒觀光與運動健康學報,第二卷第二期,頁146-171。

英文文獻

- ADB(2013 Mar),“Asian Economic Integration Monitor”,(available at: <http://www.adb.org>).
- Ahmed, S.(2009),“Are Chinese Exports Sensitive to Changes in the Exchange Rate?” *International Finance Discussion Papers*, No. 987.
- Eichengreen, B. and P. Gupta (2013),“The Real Exchange Rate and Export Growth: Are Services Different?”, *Policy Research Working Paper*, No. WPS 6629.
- Goswami, A. G., Mattoo, A. and Sebastián, S. (2012),“Exporting Services: A Developing-Country Perspective”, The World Bank, Washington, D.C.
- He, D (2014),“The effects of macro-prudential policies on housing market risks: evidence from Hong Kong”, *Bank of France Financial Stability Review*, No.18.
- Johansen, S. (1988),“Statistic Analysis of Cointegration Vectors”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.12, pp.231-254.
- _____(1995),“Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Model”, *Oxford University Press, Oxford*.
- Johansen, S. and K. Juselius (1990),“Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for Money”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, No. 52, pp. 169-210.
- Kim, H (2006),“The Shift to the Service Economy: Causes and Effects”, *Institute for Monetary and Economic Research*, The Bank of Korea.
- Mallick, H.(2011),“Role of Exchange Rate on Services and Goods Exports: A Comparative Empirical Analysis”, *7th Annual Conference on Economic Growth and Development*.
- Noland, M., Park, D., & Estrada, G. M. (2012),“Developing the service Sector as Engine of Growth for Asia: An Overview”, *ADB Economics Working Paper Series*, No. 320.
- Pattichis, C. (2012),“Exchange rate effects on trade in services”, *Journal of Economic Studies*, Vol. 39, No. 6, pp. 697-708.

附錄一、開放陸客來台之政策

早期陸客來台僅限於「大陸地區人民來臺從事觀光活動許可辦法」中第二類與第三類人士來台(即大陸地區人民赴國外旅遊或商務考察轉來台灣觀光,或赴國外留學、旅居國外而取得當地永久居留權之中國大陸地區人民),2008年7月起開放第一類人士來台(即直接經香港、澳門來台觀光),視為正式

開放陸客來台觀光之時點,並陸續開放自由行及放寬每日來台人次配額(附表1),亦公布相關配套措施如兩岸直航班次增加、自由行申請條件放寬、旅遊品質法令規範等。考量配額與試點城市的增加對來台人次的影響較明顯,故以累進方式設定虛擬變數。

附表1 近年陸客來台開放政策

虛擬變數值	時間	事件	主要內容
0	2008/7/18	開放陸客觀光團	觀光團每日配額3,000人次,每日受理申請數額上限4,311人次,團進團出、每團10至40人,停留期間以10天為限。
1	2009/1/17	放寬組團人數及停留天數	組團人數由10人放寬為5人,停留期間由10天增加為15天。
2	2011/1/1	提高觀光團每日人次配額	團客每日配額提高為4,000人次,每日受理申請數額提高為5,840人次。
3	2011/6/28	開放陸客自由行	首批試點城市為北京、上海及廈門。每日上限500人次。
4	2012/4/28	開放第二批自由行10個試點城市	自由行配額增為1,000人次。 ◆ 第一階段(4/28):天津、重慶、南京、廣州、杭州及成都等6個試點城市。 ◆ 第二階段(8/28):濟南、西安、福州及深圳等4個城市。
5	2013/4/1	調高觀光團與自由行配額	觀光團每日配額調高至5,000人,自由行配額調高至2,000人。
6	2013/6/28	開放第三批自由行13個試點城市	◆ 第一階段(6/28):瀋陽、鄭州、武漢、蘇州、寧波、青島等6個城市。 ◆ 第二階段(8/28):石家莊、長春、合肥、長沙、南寧、昆明、泉州等7個城市。
7	2013/12/1	調高自由行配額	自由行每日配額調高至3,000人。
8	2014/4/16	調高自由行配額	自由行每日配額調高至4,000人。
9	2014/8/18	開放第四批自由行10個試點城市	哈爾濱、太原、南昌、貴陽、大連、無錫、溫州、中山、煙台和漳州等10個城市。
10	2015/4/15	開放第五批自由行11個試點城市	海口、呼和浩特、蘭州、銀川、常州、舟山、惠州、威海、龍岩、桂林、徐州等11個城市。

說明:由於本文實證月資料迄至2015年6月,虛擬變數未涵蓋2015年9月21日之後,自由行每日配額調高為5,000人次的政策。

資料來源:中經院(2012)、作者整理。

附錄二、月資料之變數處理與資料來源

陸客、日客之旅行服務輸出需採月資料進行迴歸分析，相關變數之編製如附表2。原則上實質旅行服務輸出與實質匯率處理方式與表2、表3相同，係以名目資料經對應之

物價指數平減，再採X-12-ARIMA季調並取對數，其中陸客與日客之旅行輸出係以來台人次、平均停留夜數與每人每日消費金額相乘而得。

附表2 各實質變數月資料之編製方式

實質變數名稱		變數說明	資料來源
實質旅行服務輸出	旅行服務輸出(陸客) (rex_{trav_CN})	旅行收入 $_k$ =來台人次 \times 平均停留夜數 \times 每人每日消費金額 $_k$ ，其中， k 為陸客與日客，旅行收入皆以CPI-食物類、衣著類、居住類的平均平減。	觀光統計月報(來台人次與停留夜數)、來台旅客消費及動向調查報告(每人每日消費金額)、主計總處(物價指數)
	旅行服務輸出(日客) (rex_{trav_JP})		
實質匯率	人民幣兌新台幣之實質匯率 (rer_{CNY})	人民幣兌新台幣匯率(NTD/CNY)經中國大陸與台灣之相對消費者物價指數平減，季調後取對數，數值上升表示人民幣相對升值。	中央銀行(新台幣、人民幣、日幣等對美元匯率)、主計總處(台灣CPI)、日本統計局(日本CPI)、IHS Global Insight (中國大陸CPI)
	日圓兌新台幣之實質匯率 (rer_{JPY})	日圓兌新台幣匯率(NTD/JPY)經日本與台灣之相對消費者物價指數平減，季調後取對數，數值上升表示日圓相對升值。	
國外實質所得	中國大陸實質所得($rgdp_{CN}$)	中國大陸與日本季調後實質GDP取對數。	IHS Global Insight
	日本實質所得($rgdp_{JP}$)		

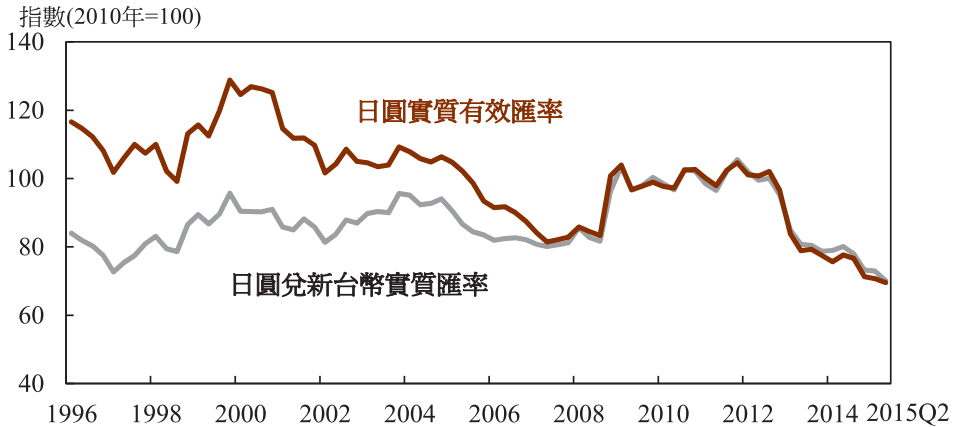
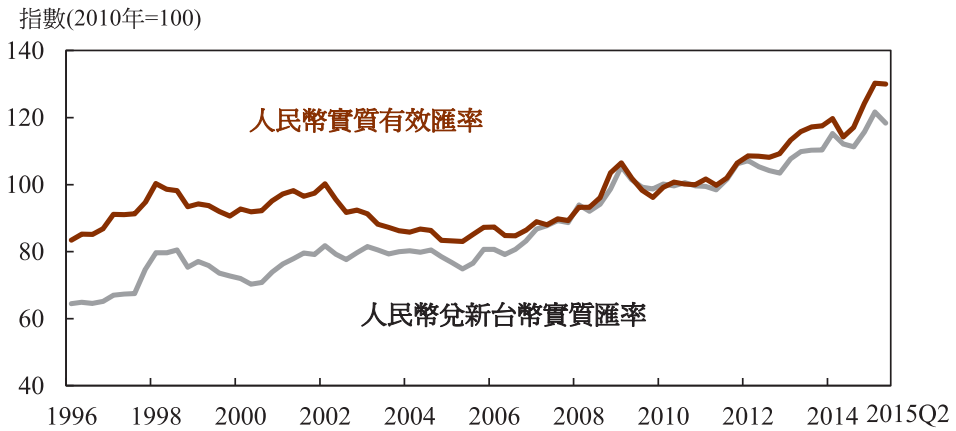
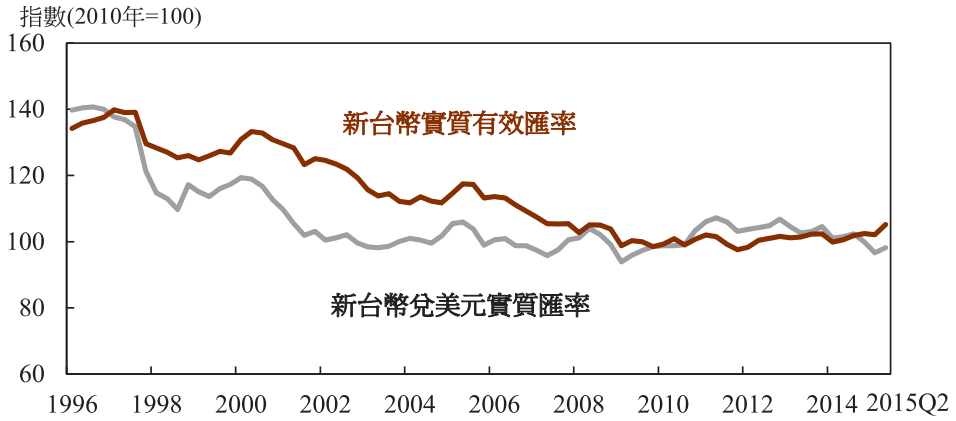
附錄三、實質有效匯率指數對實質服務輸出影響的實證結果

為了考量新台幣相對一籃通貨的加權平均匯率變動，本文亦採實質有效匯率指數衡量匯率($reer$)對服務輸出的影響，變數處理方式是以國際清算銀行(BIS) $reer$ 經X-12-ARIMRA進行季調再取對數。

有效匯率指數與本文定義的雙邊實質匯率走勢一致(附圖1)，即新台幣有效匯率指數

($reer_{NTD}$)下降(新台幣貶值)時，有利於服務輸出，兩者為負相關；惟若估計陸客與日客之旅行收入時，人民幣有效匯率指數($reer_{CNY}$)與日圓有效匯率指數($reer_{JPY}$)上升，代表該國實質購買力提高，會增加來台之消費，兩者為正相關。

附圖1 實質匯率與實質有效匯率指數趨勢



資料來源：中央銀行、BIS。

以 $reer_{NTD}$ 重新估計式(2)至式(4)之實證結果如附表3與附表4，各模型相當一致，顯示國外實質所得增加可刺激全體及個別服務輸出，惟各模型 $reer_{NTD}$ 之係數皆不顯著，推論係因 $reer$ 以台灣主要商品貿易對手國之進出口貿易值作為權數，與服務貿易之主要對手國不盡相同，例如：台灣商品主要出口到歐美、中國大陸與東協，而旅行輸出主要為中國大陸與日本，運輸則以係國際間貨運而非自台灣出口之貨運為主，因此， $reer_{NTD}$ 未

能適切反應匯率對服務的影響效果。

值得注意的是，若將旅行輸出拆分為陸客與日客之收入，估計結果與表7相似，即 $reer_{CNY}$ 係數與漸進式開放陸客之政策效果皆不符預期，待陸客開放政策回復正常化後再分析較為合適； $reer_{JPY}$ 上升與台日友好關係升溫，均增加日客來台消費金額，再次證明旅行輸出除了應區分國別分開估計以外，政策面因素或歷史文化皆扮演重要角色。

附表3 共整合檢定結果(實質有效匯率)

被解釋變數 解釋變數		模型(1)	模型(2)	模型(3)
		rex_{ser}	rex_{tradi}	rex_{modern}
資料期間		1996Q1~2015Q2		
實質服務輸出(rex_j)		1	1	1
新台幣實質有效匯率 ($reer_{NTD}$)		-0.6094 [-1.701]	-0.9263 [-1.433]	-0.5318 [-0.814]
國外實質所得 ($rgdp_f$)		-2.7127 *** [-11.812]	-2.8662 *** [-6.917]	-2.6244 *** [-6.263]
C		17.9712	-21.6380	17.4052
調整係數		-0.5742 *** [-5.302]	-0.3784 *** [-4.332]	-0.5035 *** [-4.978]
殘差檢定	LM(1)	0.11	0.07	0.06
	LM(4)	0.88	0.71	0.94
	常態檢定	0.00	0.00	0.00

說明：1. 各模型之共整合落後期均為0期。

2. 預期 $reer_{NTD}$ 共整合向量之係數為正， $reer_{CNY}$ 、 $reer_{JPY}$ 係數為負，移項後表示與實質服務輸出分別為負向與正向關係。其餘說明同表6。

附表4 共整合檢定結果(實質有效匯率)

被解釋變數	模型(4)	模型(4-1)	模型(5)	模型(5-1)	模型(5-2)	模型(5-3)	模型(5-4)	模型(6)	
	rex_{trans}	rex_{trans}	rex_{trav}	rex_{trav_CN}	rex_{trav_CN}	rex_{trav_JP}	rex_{trav_JP}	rex_{other}	
資料期間	1996Q1~2015Q2	2001Q1~2015Q2	1996Q1~2015Q2	2008/7~2015/6				1996Q1~2015Q2	
實質服務輸出 (rex_j)	1	1	1	1	1	1	1	1	
新台幣實質有效匯率 ($reer_{NTD}$)	28.4585 [1.680]	0.2926 * [0.603]	7.6941 [1.3326]					0.2800 [0.335]	
人民幣實質有效匯率 ($reer_{CNY}$)				2.1679 *** [4.124]	1.2662 * [1.833]				
日圓實質有效匯率 ($reer_{JPY}$)						-1.1101 *** [-6.250]	-0.8160 *** [-7.648]		
國外實質所得 ($rgdp_f$)	18.2637 [1.683]		3.3416 [0.903]					-2.4765 *** [-4.620]	
實質全球貿易額 ($trade_f$)		-1.4663 ** [-7.781]							
中國大陸實質所得 ($rgdp_{CN}$)				-4.3059 *** [-16.274]	-4.6696 *** [-13.599]				
日本實質所得 ($rgdp_{JP}$)						-4.6257 *** [-5.209]	-2.4962 *** [-3.834]		
趨勢項						-0.0040 *** [-6.198]			
C	-307.9792	4.0251	-74.8044 [-1.262]	4.4588	10.3980	22.8813	10.2612	12.4460	
調整係數	-0.0025 [-1.298]	-0.2459 [-1.742]	-0.0154 [-1.338]	-0.3313 *** [-3.819]	-0.4207 *** [-4.333]	-0.5004 *** [-3.913]	-0.9764 *** [-5.512]	-0.4407 *** [-4.826]	
漸進開放陸客來台之 虛擬變數					-0.0289 *** [-3.908]				
311震後台日友好之 虛擬變數							0.2718 *** [4.609]		
殘差檢定	LM(1)	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.17	0.67	0.02
	LM(4)	0.18	0.31	0.63	0.08	0.21	0.16	0.67	0.43
	常態檢定	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

說明：1. 除了模型(5-3)~(5-4)共整合落後期為1期以外，其餘皆為0期。

2. 預期 $reer_{NTD}$ 共整合向量之係數為正， $reer_{CNY}$ 與 $reer_{JPY}$ 為負，移項後表示 $reer_{NTD}$ 與實質服務輸出為負相關， $reer_{CNY}$ 與 $reer_{JPY}$ 與實質服務輸出為正相關。其餘說明同表6。

國內經濟金融情勢（民國104年第3季）

總體經濟

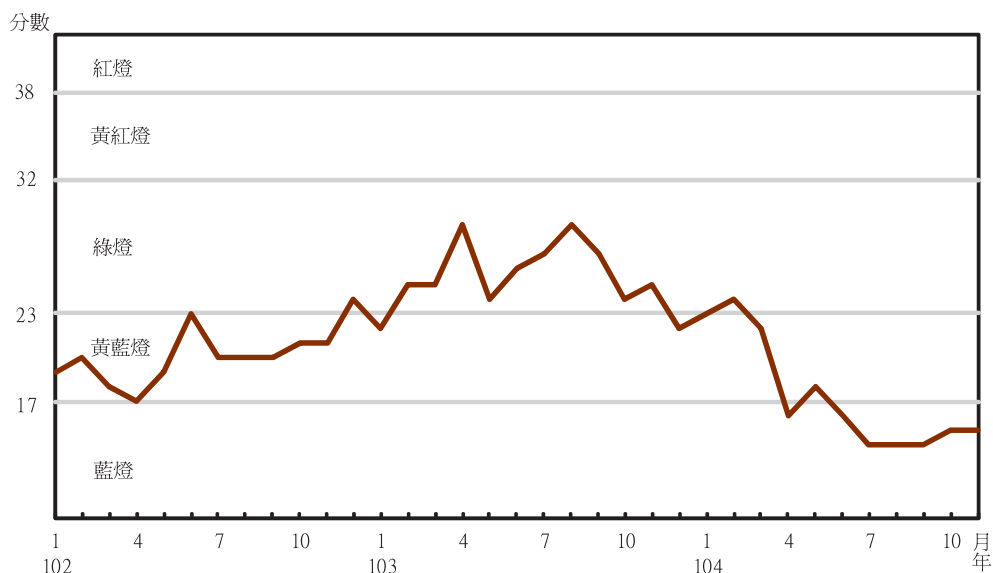
壹、國內經濟情勢

一、景氣持續走緩

由於工業生產、出口、製造業銷售量與批發、零售及餐飲業營業額持續低迷，104年11月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為15分，與10月持平(圖1)，燈號連續第6個月呈現藍燈，景氣領先指標持續下滑，國內經濟成長力道疲弱。

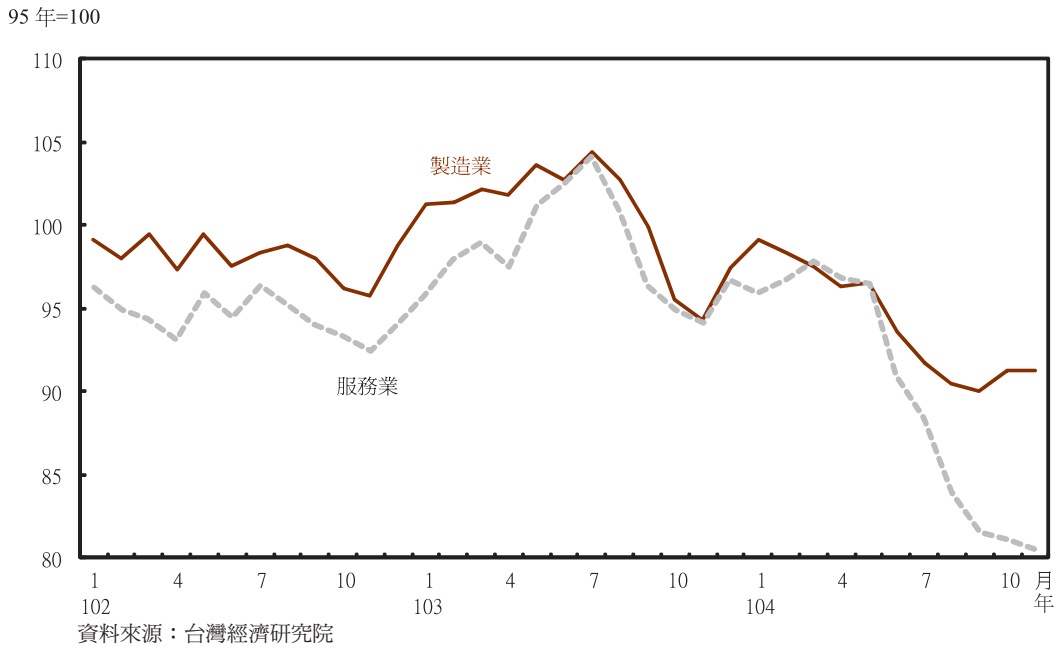
近期主要經濟體表現相對穩健，新興經濟體則較為疲弱，台灣對外貿易持續衰退。據台灣經濟研究院調查，104年11月製造業及服務業營業氣候測驗點分別由10月之91.30點及81.06點略降至91.24點及80.58點(圖2)，廠商對未來景氣看法續趨保守。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會

圖2 營業氣候測驗點

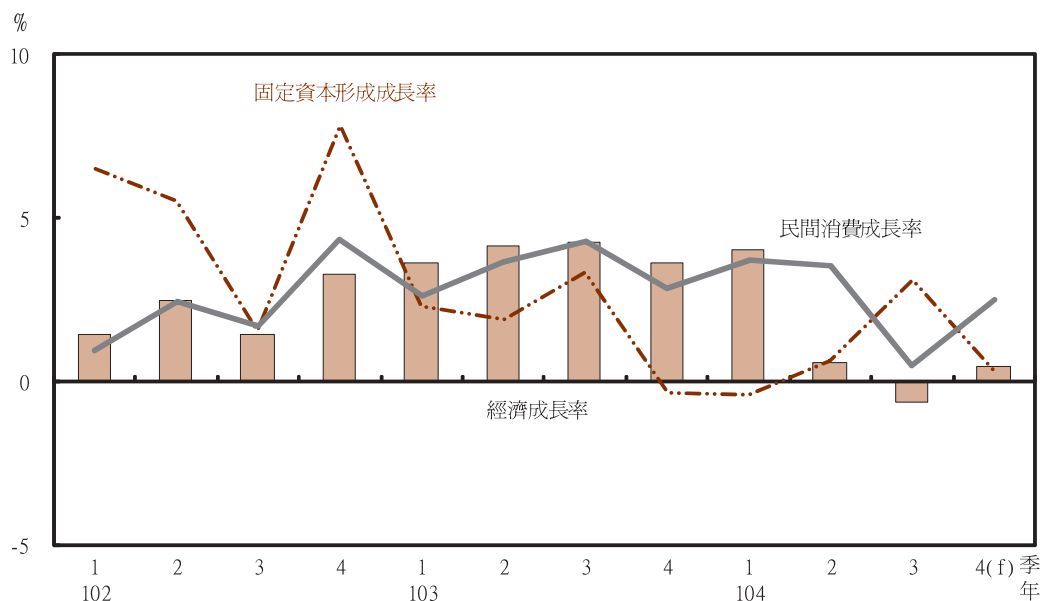


二、第3季經濟轉呈負成長

本年第3季，由於全球經濟復甦緩慢，尤其科技產業景氣疲弱，加上中國大陸供應鏈在地化，以及國際油價大跌，致台灣出口減幅持續擴大，益以民間消費成長不如預期，經濟成長率由第2季之0.57%降

至-0.63%(圖3、表1)。10至11月出口續呈兩位數負成長，惟近期政府推出「短期消費提振措施」，有助促進民間消費成長，主計總處預測第4季經濟成長率略升為0.49%，全年則為1.06%。

圖3 經濟成長、投資與消費



註：f為預測數
資料來源：行政院主計總處

表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入	
					民間	公營事業	政府			
102 r		2.20	2.34	-0.79	5.30	7.09	2.99	-2.79	3.50	3.40
103 r		3.92	3.33	3.55	1.76	3.17	5.31	-7.36	5.91	5.65
104 f		1.06	2.55	-0.65	0.93	2.02	-6.06	-2.53	0.15	0.86
103/3 r		4.26	4.26	3.64	3.34	4.50	19.96	-8.53	7.54	8.94
4 r		3.63	2.81	4.04	-0.36	0.36	5.76	-6.01	6.44	6.14
104/1 r		4.04	3.73	-2.71	-0.44	1.33	-30.02	-1.32	6.13	2.87
2 r		0.57	3.55	0.54	0.60	-0.64	21.83	0.60	-0.74	3.43
3 p		-0.63	0.50	-0.44	3.10	5.11	-6.30	-5.96	-3.01	-2.24
4 f		0.49	2.50	-0.13	0.35	2.26	-8.11	-2.86	-1.09	-0.37
104年 第3季	貢獻百分點 p	-0.63	0.27	-0.06	0.67	0.90	-0.07	-0.17	-2.12	-1.35

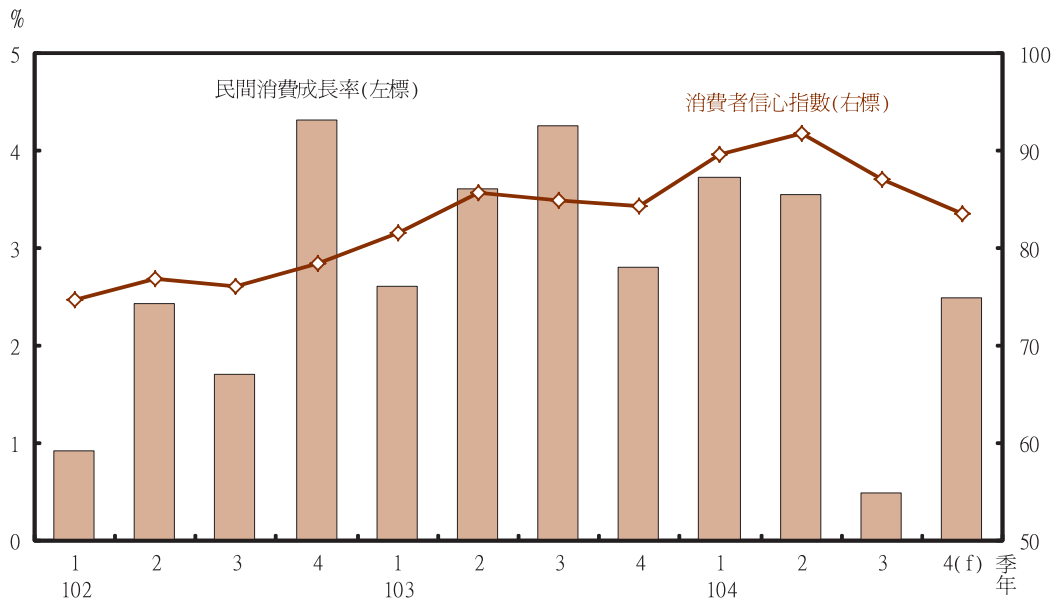
註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數
資料來源：行政院主計總處

三、民間消費成長減緩

本年第3季，由於國內景氣下滑，台股走跌，交投萎縮(上市櫃股票成交值較上年同季減少14.38%)，汽車新增掛牌數減幅擴大為-7.88%，加上零售業營業額轉呈衰退1.93%，民間消費成長率由第2季之3.55%降

至0.50%(圖4)。由於政府推出「短期消費提振措施」，可望提振民間消費動能，加以上年同期發生食安問題致比較基期較低，10至11月零售業及餐飲業營業額分別成長1.53%及5.36%，主計總處預測第4季民間消費成長率升為2.50%，全年為2.55%。

圖4 消費者信心指數與民間消費



註：f為預測數

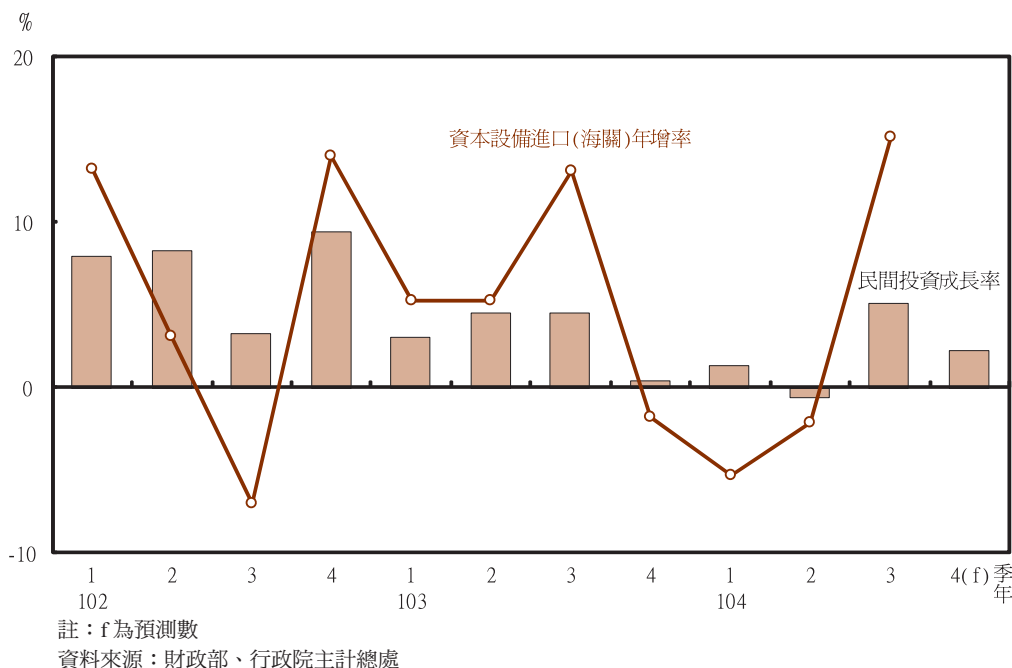
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

四、民間投資恢復成長

本年第3季，由於鐵路機車等大宗運輸工具投資增加，半導體業者亦擴增先進製程投資，以新台幣計價之資本設備進口成長15.11%，民間運輸工具與機器及設備投資分別成長10.74%及8.63%，致民間投資由第2季

之衰退0.64%轉為成長5.11%(圖5)。由於出口動能仍弱，影響廠商投資意願，10至11月資本設備進口成長率降為7.86%，主計總處預測第4季民間投資成長率降為2.26%，全年為2.02%。

圖5 民間投資與資本設備進口



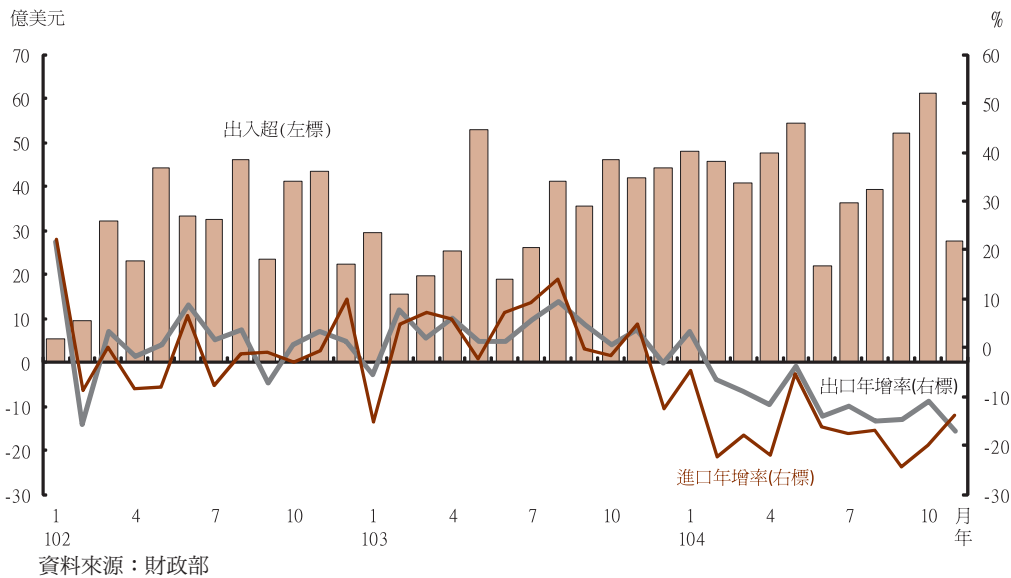
五、對外貿易持續不振

由於全球景氣降溫，尤其是中國大陸經濟成長持續下滑，加上電子業景氣循環疲弱，以及原油等原物料價格走跌，本年第3季出口減幅擴大為-13.87%(圖6)；進口則因原物料價格續處低檔，加上消費及出口衍生

需求減少，續呈負成長19.43%。商品及服務併計之輸出及輸入分別衰退3.01%及2.24%。

由於外需不振，10至11月出口、進口續分別衰退13.95%及16.84%。主計總處預測第4季輸出、入成長率分別為-1.09%與-0.37%。

圖6 進出口貿易

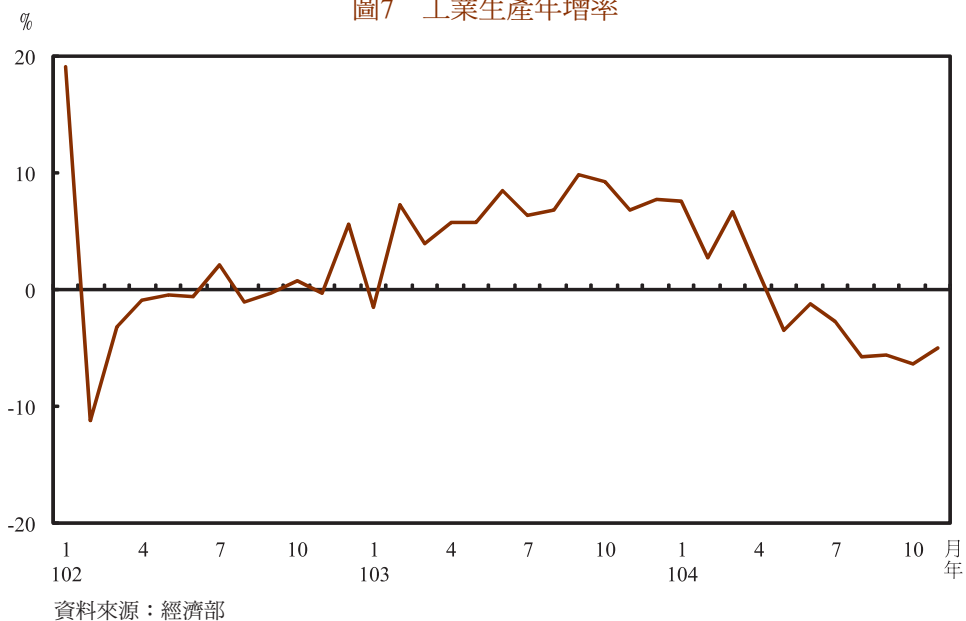


六、工業生產持續衰退

受全球景氣不振影響，面板、消費性電子產品需求下滑，半導體庫存去化緩慢，加上鋼鐵、機械等產業因國際競爭激烈影響產能，11月工業生產年增率為-4.94%(圖

7)，連續7個月衰退；其中，製造業年增率為-5.03%，四大業別中，金屬機電及資訊電子工業分別減產10.45%及6.04%，民生工業及化學工業則分別微幅成長2.22%及1.12%。

圖7 工業生產年增率



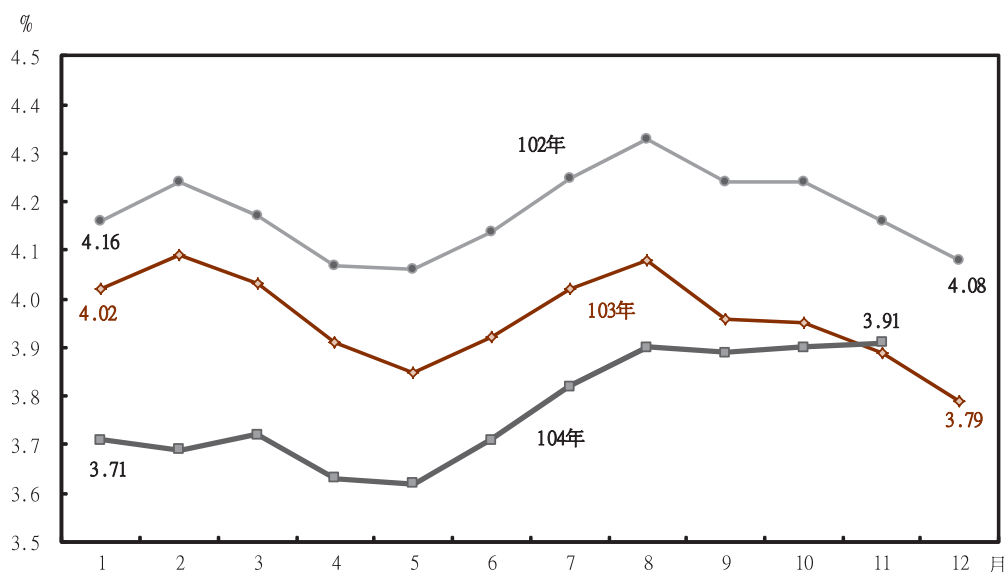
七、失業率微幅上升，薪資成長趨緩

由於景氣不振，就業人數成長趨緩，11月因工作場所歇業或業務緊縮而失業之人數已連續5個月增加，失業率則升為3.91%(圖8)，較上月微增0.01個百分點，係近7年同月首見不降反升。1至11月平均失業率為

3.77%，則仍係近15年同期最低。

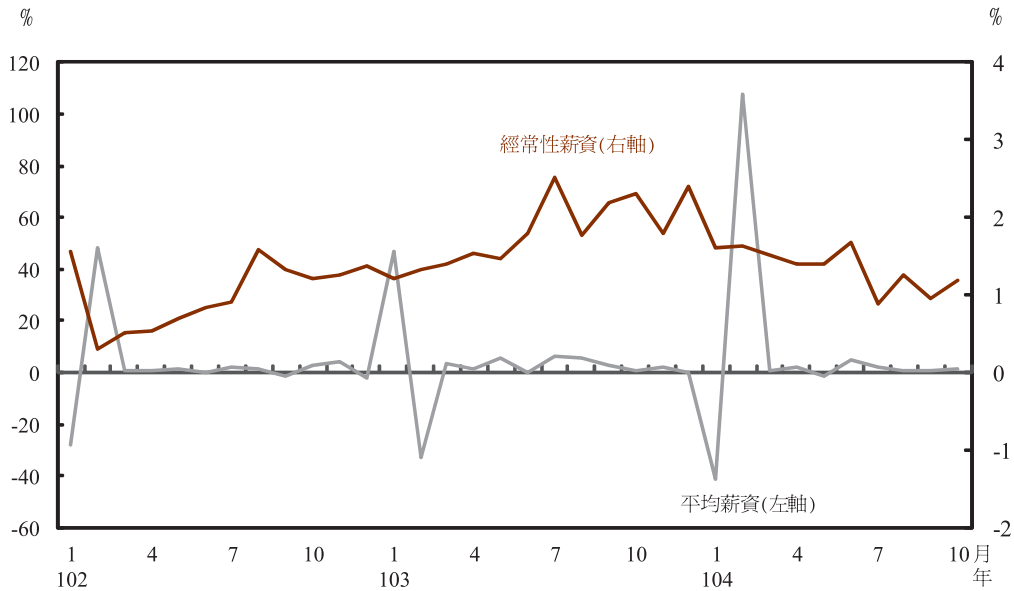
景氣不佳，薪資成長減緩，10月工業及服務業受僱員工薪資年增率為1.64%(圖9)，其中經常性薪資年增率為1.20%；1至10月平均薪資年增率為2.89%，其中經常性薪資年增率為1.35%。

圖8 失業率



資料來源：行政院主計總處

圖9 工業及服務業平均薪資與經常性薪資年增率



資料來源：行政院主計總處

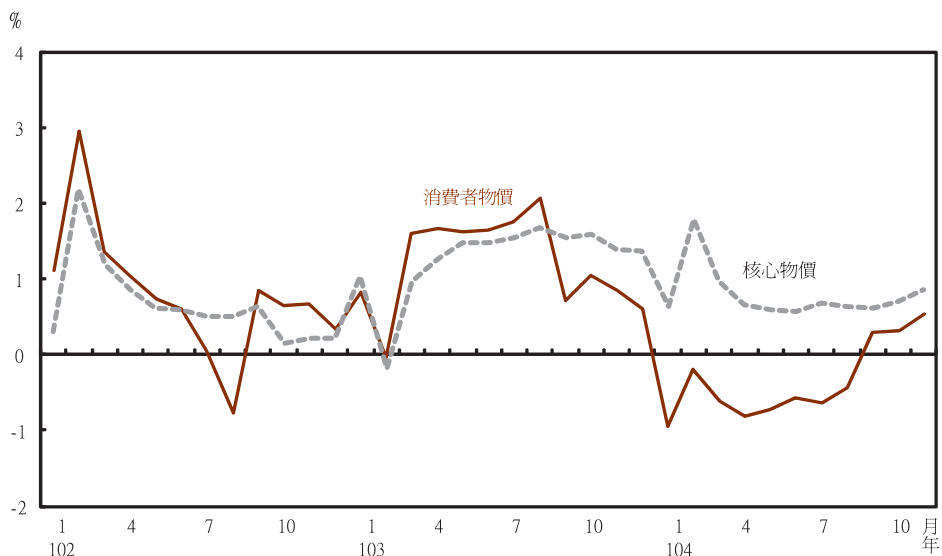
八、CPI年增率轉為正值

受油料費、燃氣、電費等能源價格下跌影響，本年前8個月CPI年增率持續為負值；惟9月起，蔬果受颱風大雨影響，價格上揚，CPI年增率轉為正數，至11月為0.53%(圖10)。不含蔬果及能源之CPI(即核心

CPI)年增率則為0.86%。

1至11月平均CPI年增率為-0.35%(表2)，主因能源價格下跌所致；核心CPI年增率則為0.79%，漲幅溫和；主計總處預測全年CPI年增率為-0.31%。

圖10 消費者物價與核心物價年增率



資料來源：行政院主計總處

表2 影響104年1至11月平均CPI年增率主要項目

項目	權數 (千分比)	年變動率 (%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	-0.35	-0.35
蔬菜	20	16.54	0.38
外食費	99	2.30	0.24
房租	182	0.87	0.16
肉類	20	3.42	0.07
教養娛樂服務費	128	0.48	0.06
合計			0.91
油料費	35	-25.43	-0.93
燃氣	10	-22.46	-0.25
電費	22	-10.21	-0.24
合計			-1.42
其他			0.16

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

展望105年，全球貿易量成長率可望上升，有助提振我國出口動能，加上國內公共投資增加，主計總處預測經濟成長率將由本年之1.06%升至2.32%(表3)；國內各預測機構預測值之平均數為2.03%。

表3 國內預測機構預測105年經濟成長率

單位：%

項 目	主計總處	中研院	元大寶華	國泰金	中經院	台綜院	台經院	平均值
發布日期	104.11.27	104.12.24	104.12.23	104.12.22	104.12.14	104.12.11	104.11.05	
實質國內生產毛額	2.32	1.74	1.93	2.10	2.24	2.06	1.84	2.03
實質民間消費支出	1.76	1.78	2.03	1.83	1.92	1.70	2.79	1.97
實質政府消費支出	1.68	1.68	-	1.49	-	1.68	1.19	1.54
實質固定投資	1.45	2.16	-	1.29	2.10	1.31	3.82	2.02
實質民間投資	0.97	2.09	2.36	-	1.76	0.81	3.98	2.00
實質政府投資	3.60	3.60	-	-	-	3.52	2.33	3.26
實質輸出	4.74	2.69	2.02	4.37	2.74	3.65	2.72	3.28
實質輸入	4.25	3.19	2.00	4.11	2.28	3.35	3.08	3.18

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

本季我國經常帳順差19,665百萬美元， 產增加5,685百萬美元(表1及圖1)。
金融帳淨流出16,151百萬美元，央行準備資

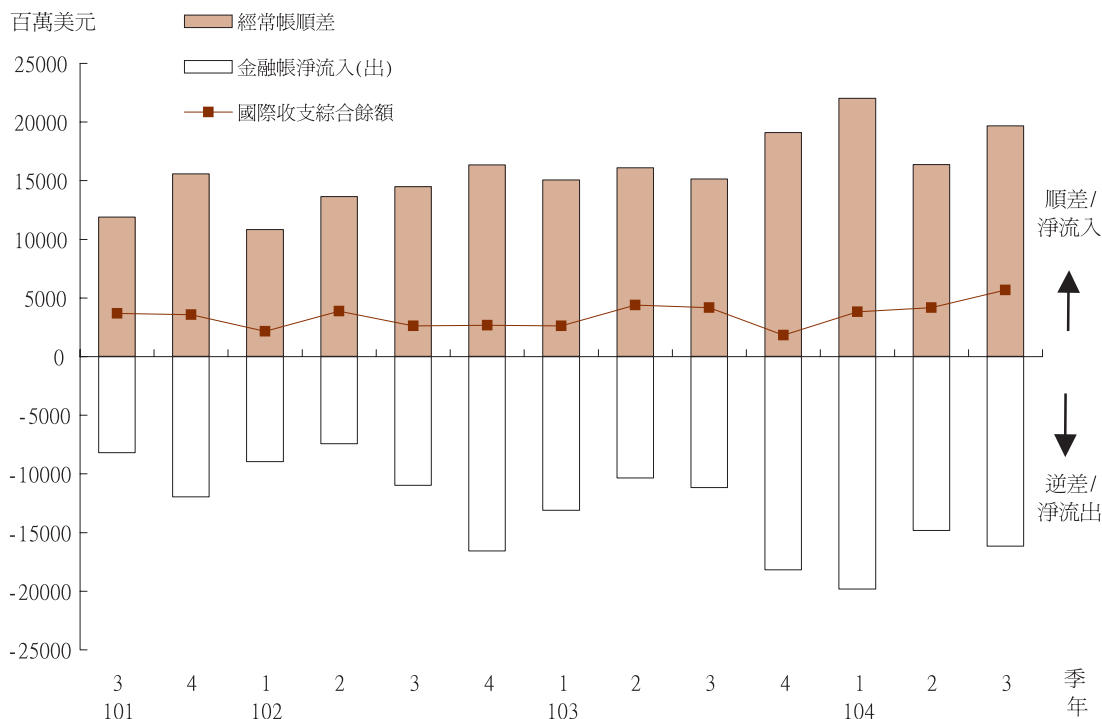
表1 國際收支

單位：百萬美元

	(1) 104年 第3季	(2) 103年 第3季	(1)-(2)
A. 經常帳	19,665	15,155	4,510
商品貿易淨額	14,256	10,274	3,982
商品出口(f.o.b.)	69,540	80,636	-11,096
商品進口(f.o.b.)	-55,284	-70,362	15,078
服務淨額	2,245	2,485	-240
服務：收入	14,151	14,489	-338
服務：支出	-11,906	-12,004	98
所得淨額	3,973	3,244	729
所得：收入	8,319	9,051	-732
所得：支出	-4,346	-5,807	1,461
經常移轉淨額	-809	-848	39
經常移轉：收入	1,570	1,572	-2
經常移轉：支出	-2,379	-2,420	41
B. 資本帳	-8	-15	7
C. 金融帳	-16,151	-11,174	-4,977
直接投資淨額	-3,318	-2,120	-1,198
對外直接投資	-4,124	-2,946	-1,178
來台直接投資	806	826	-20
證券投資淨額	-22,660	-22,355	-305
證券投資(資產)	-14,131	-19,178	5,047
股權證券	639	-4,125	4,764
債權證券	-14,770	-15,053	283
證券投資(負債)	-8,529	-3,177	-5,352
股權證券	-6,601	-2,664	-3,937
債權證券	-1,928	-513	-1,415
衍生金融商品淨額	-1,209	238	-1,447
衍生金融商品(資產)	2,695	1,266	1,429
衍生金融商品(負債)	-3,904	-1,028	-2,876
其他投資淨額	11,036	13,063	-2,027
其他投資(資產)	14,544	5,277	9,267
銀行	14,253	-888	15,141
非銀行民間部門	294	6,170	-5,876
其他投資(負債)	-3,508	7,786	-11,294
銀行	-4,355	5,907	-10,262
非銀行民間部門	845	1,877	-1,032
合計，A至C	3,506	3,966	-460
D. 誤差與遺漏淨額	2,179	215	1,964
合計，A至D	5,685	4,181	1,504
E. 準備資產	-5,685	-4,181	-1,504

註：無符號在經常帳及資本帳表示收入，在金融帳表示資本淨流入或資產減少或負債增加，在準備資產表示資產減少；負號在經常帳及資本帳表示支出，在金融帳表示資本淨流出或資產增加或負債減少，在準備資產表示資產增加。

圖1 國際收支



一、經常帳

商品方面，由於全球景氣減緩，加上國際油價下跌，整體出口較上年同季減少13.8%；進口亦因油價低迷及出口引申需求疲弱，農工原料進口減少，整體進口較上年同季減少21.4%。由於進口減額大於出口減額，本季商品貿易順差增為14,256百萬元，較上年同季增加3,982百萬元或38.8%。

服務方面，服務收入14,151百萬元，較上年同季減少338百萬元，主要係國際線貨運收入減少；服務支出11,906百萬元，較上年同季減少98百萬元，主要為進

口貨運支出減少。由於收入減額大於支出減額，本季服務收支順差2,245百萬元，較上年同季減少240百萬元或9.7%。

所得方面，本季所得收入8,319百萬元，較上年同季減少732百萬元，主要係外匯資產投資所得減少；所得支出4,346百萬元，較上年同季減少1,461百萬元，主要係支付外資來台直接投資所得減少。由於收入減額小於支出減額，本季所得收支順差為3,973百萬元，較上年同季增加729百萬元或22.5%。

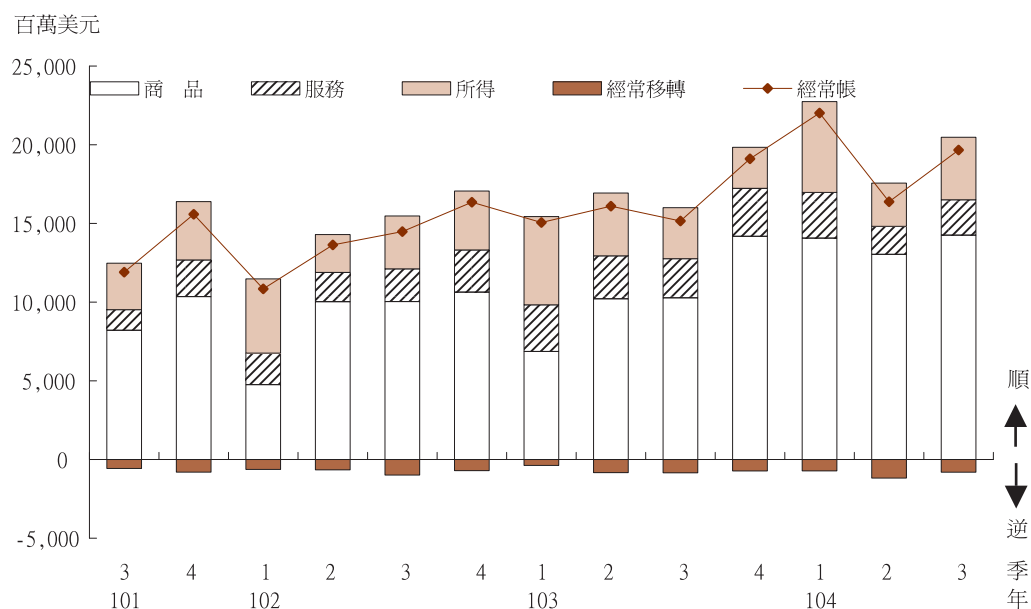
經常移轉方面，本季經常移轉收入及支出分別為1,570百萬元及2,379百萬元，

淨支出為809百萬美元，較上年同季減少39百萬美元或4.6%，主要係贍家匯出款減少。

本季雖服務順差減少，惟商品貿易及所

得順差均增加，且經常移轉逆差略減，使經常帳順差增為19,665百萬美元，較上年同季增加4,510百萬美元或29.8%(圖2)。

圖2 經常帳



二、資本帳

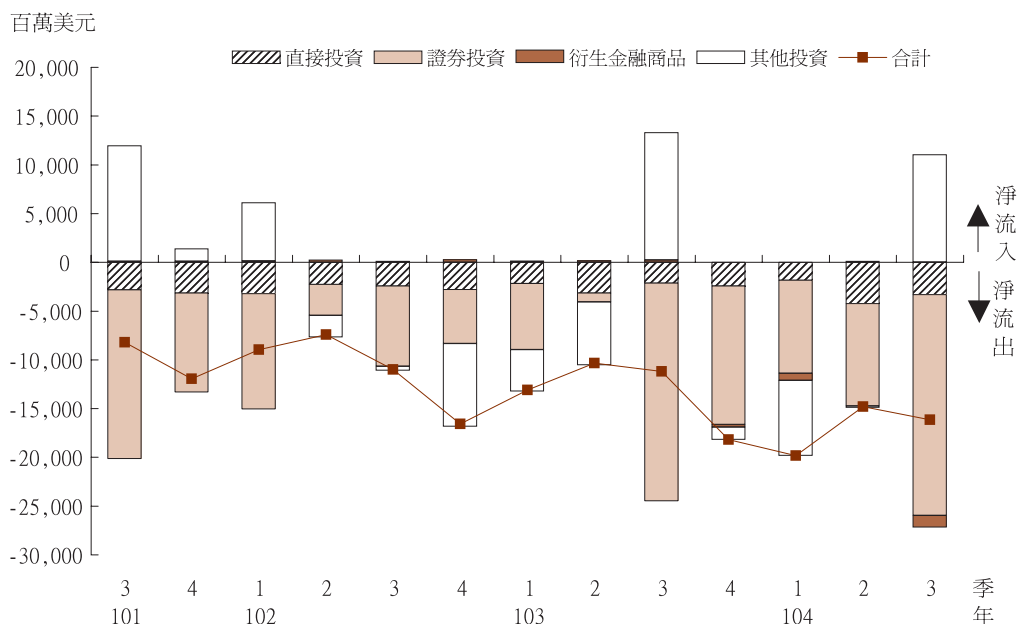
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差8百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨流出16,151百萬美元。其中直接投資呈淨流出3,318百萬美元，居民

對外直接投資及非居民來台直接投資淨額分別呈淨流出4,124百萬美元及淨流入806百萬美元。證券投資呈淨流出22,660百萬美元，其中居民對外證券投資淨流出14,131百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券增加；非居民證券投資呈淨流出8,529百萬美元，主要係外資減持國內股票及債券。衍生金融商品呈淨流出1,209百萬美元。其他投資呈淨流入11,036百萬美元，主要係銀行部門存放國外聯行減少(圖3)。

圖3 金融帳



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計，就計價基礎、時差、類別及範圍予以調整）計算，商品出口計69,540百萬美元，較上年同季減少11,096百萬美元或13.8%；商品進口計55,284百萬美元，較上年同季減少15,078百萬美元或21.4%。由於進口減幅大於出口減幅，商品貿易順差增為14,256百萬美元，較上年同季增加3,982百萬美元或38.8%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步分析出、進口概況。

就貿易結構而言，出口方面，本季農產

品、農產加工品及工業產品出口分別減少11.4%、11.6%及13.9%。工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力(占出口比重高達79.9%)，較上年同季減少15.5%。進口方面，資本設備較上年同季增加9.0%，主要因機械與交通運輸設備進口增加；消費品減少1.2%，主要係因手機及小客車進口減少；農工原料則因國際原油價格持續低檔，礦產品及塑化原料進口大減，本季減少27.3%。

就主要貨品而言，與上年同季比較，出口以「礦產品」、「電子產品」與「化學品」減額最大，占出口總減額的53.9%；進口方面則以「礦產品」、「基本金屬及其製品」與「電子產品」減額較大，合計占進口

減額的83.6%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸(含香港，以下同)出口較上年同季減少5,079百萬美元或15.9%，為出口減額最大的地區；其次為東協六國，較上年同季減少2,846百萬美元或18.6%。進口方面，由於國際原油價格持續偏低，自中東進口較上年同季減少5,544百萬美元或47.5%最大；其次為東協六國，減少2,113百萬美元或23.4%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重38.5%最高，其次為東協六國的17.8%；美國及歐洲則占12.4%及9.3%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸比重19.8%最高，日本及歐洲則以16.7%及12.3%分居第二、三位。

二、服務

本季服務收入14,151百萬美元，較上年同季減少338百萬美元；服務支出11,906百萬美元，較上年同季減少98百萬美元。由於收入減額大於支出減額，服務收支順差由上年同季2,485百萬美元縮減為2,245百萬美元。茲將服務收支主要項目之內容及其變動說明如下(表2)：

(一) 運輸

就運輸而言，可區分為旅客運輸、貨物運輸及其他（主要為國外港口、機場費

用）。本季運輸收入計2,513百萬美元，較上年同季減少438百萬美元，主要係國際線貨運收入減少。運輸支出計2,739百萬美元，較上年同季減少202百萬美元，主因係進口貨運支出減少。由於收入減額大於支出減額，本季運輸由上年同季之順差10百萬美元轉為逆差226百萬美元。

(二) 旅行

本季來台人次雖成長5.5%，惟來台旅客平均每人每日消費金額減少，旅行收入較上年同季減少80百萬美元，為3,558百萬美元。旅行支出較上年同季增加77百萬美元至4,036百萬美元，主要係國人出國人次增加所致。由於收入減少，支出增加，旅行收支逆差較上年同季增加157百萬美元至478百萬美元。

(三) 其他服務

其他服務包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術事務服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計8,080百萬美元，較上年同季增加180百萬美元，主要係電腦與資訊、專業技術等收入增加。其他服務支出計5,131百萬美元，較上年同季增加27百萬美元，主要係貿易佣金代理費及專業技術支出增加。由於收入大於支出，本季其他服務淨收入為2,949百萬美元，較上年同季增加153百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	104年第3季			103年第3季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	14,151	11,906	2,245	14,489	12,004	2,485	-338	-98
一、運輸服務	2,513	2,739	-226	2,951	2,941	10	-438	-202
(一)客運	666	459	207	730	527	203	-64	-68
(二)貨運	1,655	1,071	584	2,058	1,237	821	-403	-166
(三)其他	192	1,209	-1,017	163	1,177	-1,014	29	32
二、旅行	3,558	4,036	-478	3,638	3,959	-321	-80	77
三、其他服務	8,080	5,131	2,949	7,900	5,104	2,796	180	27
(一)通訊	116	119	-3	117	138	-21	-1	-19
(二)營建	137	205	-68	166	187	-21	-29	18
(三)保險	180	265	-85	182	326	-144	-2	-61
(四)金融	283	70	213	314	81	233	-31	-11
(五)電腦與資訊	474	141	333	322	128	194	152	13
(六)專利權、商標等使用費	262	718	-456	246	923	-677	16	-205
(七)其他事務服務	6,474	3,415	3,059	6,428	3,083	3,345	46	332
1. 三角貿易及與貿易有關服務	5,083	1,190	3,893	5,147	1,025	4,122	-64	165
2. 營運租賃	59	459	-400	52	393	-341	7	66
3. 專業技術與雜項	1,332	1,766	-434	1,229	1,665	-436	103	101
(八)個人、文化與休閒服務	70	67	3	58	66	-8	12	1
(九)不包括在其他項目的政府服務	84	131	-47	67	172	-105	17	-41

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入8,319百萬美元，較上年同季減少732百萬美元，主要係外匯資產投資所得減少；所得支出4,346百萬美元，較上年同季減少1,461百萬美元，主要係支付外資來台直接投資所得減少。由於收入減額小於支出減額，本季所得收支順差增為3,973百萬美元，較上年同季增加729百萬美元(表3)。

四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,570百萬美元，較上年同季減少2百萬美元；支出計2,379百萬美元，較上年同季減少41百萬美元，主要係贍家匯出款減少。由於收入減額小於支出減額，本季經常移轉淨支出由上年同季的848百萬美元縮減為809百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	104年第3季			103年第3季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	8,319	4,346	3,973	9,051	5,807	3,244	-732	-1,461
一、薪資所得	161	118	43	158	87	71	3	31
二、投資所得	8,158	4,228	3,930	8,893	5,720	3,173	-735	-1,492
(一)直接投資	2,467	2,380	87	2,058	3,747	-1,689	409	-1,367
(二)證券投資	964	1,429	-465	847	1,508	-661	117	-79
(三)其他投資	4,727	419	4,308	5,988	465	5,523	-1,261	-46
經常移轉	1,570	2,379	-809	1,572	2,420	-848	-2	-41

參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生金融商品與其他投資。 本季金融帳淨流出16,151百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	104年第3季			103年第3季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-4,124	806	-3,318	-2,946	826	-2,120	-1,178	-20
(一)對外直接投資	-4,124	—	-4,124	-2,946	—	-2,946	-1,178	—
(二)來台直接投資	—	806	806	—	826	826	—	-20
二、證券投資	-14,131	-8,529	-22,660	-19,178	-3,177	-22,355	5,047	-5,352
(一)股權證券	639	-6,601	-5,962	-4,125	-2,664	-6,789	4,764	-3,937
(二)債權證券	-14,770	-1,928	-16,698	-15,053	-513	-15,566	283	-1,415
1.債券與票券	-14,653	-1,928	-16,581	-14,939	-496	-15,435	286	-1,432
2.貨幣市場工具	-117	0	-117	-114	-17	-131	-3	17
三、衍生金融商品	2,695	-3,904	-1,209	1,266	-1,028	238	1,429	-2,876
四、其他投資	14,544	-3,508	11,036	5,277	7,786	13,063	9,267	-11,294
(一)貿易信用	176	309	485	-276	-9	-285	452	318
(二)借款	4,507	-2,946	1,561	2,148	4,830	6,978	2,359	-7,776
(三)現金與存款	11,066	-482	10,584	5,326	852	6,178	5,740	-1,334
(四)其他	-1,205	-389	-1,594	-1,921	2,113	192	716	-2,502
合 計	-1,016	-15,135	-16,151	-15,581	4,407	-11,174	14,565	-19,542

註：無符號表示資本淨流入或資產減少或負債增加；負號表示資本淨流出或資產增加或負債減少。

一、直接投資

本季直接投資淨流出3,318百萬美元。其

中，對外直接投資呈淨流出4,124百萬美元，投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為金融及保險業、電子零組件製造業；非居

民來台直接投資淨流入806百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、批發及零售業、以及不動產業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出22,660百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券呈淨流出14,131百萬美元。其中股權證券淨流入639百萬美元，主要係證券商受託賣出國外股權證券；債權證券呈淨流出14,770百萬美元，主要係保險公司投資國外債券增加。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流出8,529百萬美元，主要係投資人預期美國可能升息，外資撤出台灣等亞洲新興市場。其中股權證券投資淨流出6,601百萬美元，主要係外資減持國內股票；債權證券投資淨流出1,928百萬美元，主要係外資減持我國公債及海外公司債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨流出1,209百萬美元，資產方面淨流入2,695百萬美元，主要係銀行及民間部門承做衍生金融商品交易利

得；負債方面呈淨流出3,904百萬美元，主要係銀行及民間部門承做衍生金融商品交易損失。

四、其他投資

其他投資包括貿易信用、借款、現金與存款及其他資產與負債。本季其他投資呈淨流入11,036百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流入14,544百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用淨流入176百萬美元；貸款淨流入4,507百萬美元，主要係OBU國外短期放款減少；現金與存款淨流入11,066百萬美元，主要係銀行部門存放國外聯行減少；其他資產呈淨流出1,205百萬美元。

(二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流出3,508百萬美元，表示居民對非居民之其他負債減少。其中，貿易信用淨流入309百萬美元；借款淨流出2,946百萬美元，主要係OBU償還對境外金融機構之拆款；現金與存款淨流出482百萬美元，主要係國外聯行收回存放外商銀行資金；其他負債呈淨流出389百萬美元。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加5,685百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

104年第3季以來，銀行放款與投資雖逐月成長，惟因外資淨匯出擴大，本季M2日平均年增率較上季下滑；惟至10月，由於外資轉呈淨匯入影響，M2年增率向上攀升至6.58%，至11月因外資小幅淨匯出，年增率下降為6.39%。累計1至11月M2平均年增率為6.40%，接近貨幣目標區上限(表1)。

104年第1季以來政策利率均維持不變，惟至9月，因考量全球景氣復甦緩慢且仍具不確定性，國內經濟成長減緩，為維持物價與金融穩定，並協助經濟成長，本行自9月25日起調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各半碼。影響所及，104年第

3季底主要銀行存放款利率均呈下降趨勢，五大銀行一年期存款固定利率由第2季底之1.355%降至1.281%，至11月底維持不變；平均放款基準利率亦自第2季底之2.883%一路下滑，至11月底降為2.829%。其後，因全球復甦步調仍不如預期，國內經濟成長預測下修等因素，本行於12月18日再次調降政策利率各半碼，截至12月底，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.625%、2%及3.875%。此外，五大銀行新承做放款亦受本行9月降息影響，加權平均利率由6月之1.769%下降至9月之1.575%，11月則回升為1.642%。

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數			準備貨幣	全體貨幣機構存款	全體貨幣機構放款與投資	全體貨幣機構對民間部門債權
	M1A	M1B	M2				
101	3.55	3.45	4.17	4.91	3.09	5.69	5.13
102	9.15	7.27	4.78	7.18	5.29	4.59	5.16
103	9.25	7.96	5.66	6.94	5.91	5.20	5.68
103/11	8.65	6.95	5.22	6.94	5.28	4.78	5.63
12	7.62	6.90	5.85	6.80	5.91	5.20	5.68
104/ 1	4.61	5.03	5.86	3.22	6.34	4.59	5.33
2	7.09	6.12	6.51	6.08	6.30	5.26	5.65
3	6.23	5.87	6.57	7.53	6.15	5.14	5.57
4	5.97	5.85	6.53	6.68	6.45	4.72	5.16
5	5.94	6.18	6.81	6.39	6.62	4.59	5.10
6	6.81	6.09	6.53	5.67	6.10	4.23	4.80
7	6.34	5.66	6.06	5.22	5.54	4.01	4.24
8	6.73	5.86	6.01	5.67	5.90	4.43	4.47
9	7.52	6.62	6.50	5.76	6.57	5.03	5.42
10	6.54	6.75	6.58	5.81	6.72	4.84	5.08
11	6.95	6.73	6.39	5.75	6.04	4.54	4.53

註：M1A、M1B、M2與準備貨幣年增率係日平均資料(準備貨幣為經調整存款準備率變動因素後之資料)；其餘各項年增率則係月底資料。放款與投資之「證券投資」係以原始成本衡量。

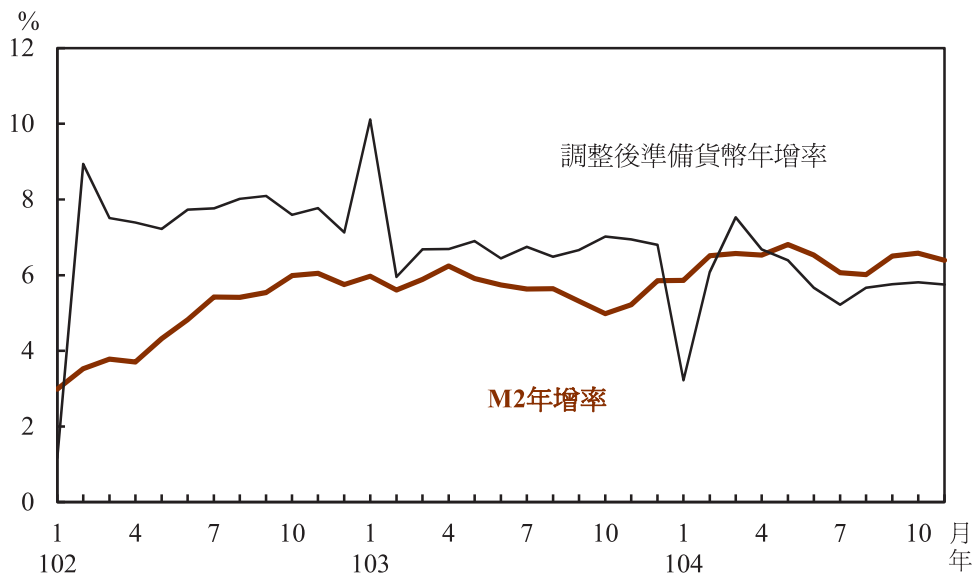
貳、準備貨幣年增率先降後升

104年第3季日平均準備貨幣年增率為5.55%，較上季之6.25%為低，主要係因本季外資呈淨匯出，加以景氣轉呈衰退，資金需求疲弱，使準備金需求減少所致。其中，7月因外資淨匯出，加以活期性存款成長減緩，致準備金需求下降，準備貨幣年增率續降至5.22%，8、9月則因股利發放，活期性存款成長上升，加以放款與投資持續成長，使準備金需求增加，準備貨幣年增率上升為5.67%及5.76%。至於10月因外資轉呈淨匯入，準備貨幣年增率續升至5.81%，11

月則受外資再呈淨匯出影響，年增率回降至5.75%。

就準備貨幣變動來源分析，第3季雖有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行定存單發行，惟因本行定存單到期、公債還本付息、國庫券到期、財政部償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣較上季增加。至於10月及11月，日平均準備貨幣金額先降後升。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數M2年增率先降後升

104年第3季前2月，因外資淨匯出擴大，M2年增率由上季之6.53%逐月下滑，7月、8月分別降為6.06%及6.01%；惟至9月，由於銀行放款與投資成長增加，加以外資淨匯出縮減，M2年增率走升，至10月外資轉

呈淨匯入，M2年增率持續攀升至6.58%，惟至11月外資再呈淨匯出，加以銀行放款與投資成長趨緩，M2年增率降為6.39%。累計1至11月M2平均年增率為6.40%，接近貨幣目標區上限。

肆、存款年增率上升

104年第3季底由第2季底的6.10%升至6.57%，主要係因對民間部門債權持續成長，致放款與投資成長增加，由第2季底的4.23%上升為5.03%。10月底存款年增率走升，為104年高點，係因去年基期較低，加以外資結束連續4個月淨匯出，轉呈淨匯入，致10月底年增率攀升至6.72%；惟11月底因放款與投資成長減緩，加以外資轉呈淨匯出，年增率下降至6.04%。

就各類存款觀察，活期性存款方面，由於第3季為股利發放高峰，致活期性存款年增率由第2季底的5.86%升至第3季底的6.71%；10月因本行9月底降息，銀行存款利率調降，加以台股價量回升，民眾追求較高報酬，10月底證券劃撥存款年增率由9月底的-0.34%轉正為1.65%，致10月底活期性存款年增率續升至7.10%，為104年高點；11月底因景氣不佳，股市盤整，加以市場存款利

率低，部分民眾將存款移轉至類定存的壽險商品，年增率降至6.53%。

定期性存款¹方面，由於9月底市場預期Fed升息，美元走強，外匯存款成長幅度明顯，致定期性存款成長增加，年增率由第2季底的6.48%攀升至第3季底的6.72%；惟因9月底銀行調降存款牌告利率，致長短期存款利差縮小，持有活期性資金的機會成本降低，致部分定期性存款流向活期性存款，加以Fed因全球金融動盪而未升息，稍微削減新台幣貶值壓力，定期性存款年增率於10月底降至6.50%，11月底續降至5.62%。

政府存款方面，第3季因政府公債償還與國庫還款較第2季少，加以9月為營利事業暫繳稅額徵收月份，致政府存款年增率由第2季底之0.34%升至第3季底之1.51%。此外，因部分營利事業所得稅之暫繳稅額遞延至10月入帳，致10月底政府存款餘額增加，年增

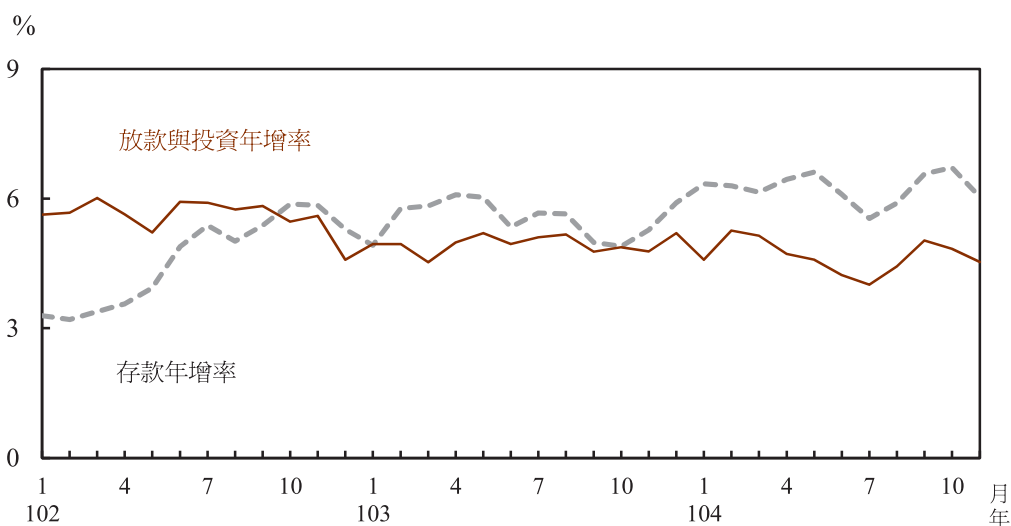
¹ 包括定期及定期儲蓄存款、外匯存款、郵政儲金、外國人新台幣存款、附買回交易餘額及貨幣市場共同基金。

率亦大幅攀升至7.17%；11月底因債務支出較去年同期少，加以稅課收入（地價稅）較去年同期多，致年增率再度走升為9.55%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由第2季底之34.11%升至第3季底之34.50%，定期性存款比重由第2季底之

63.31%續降至第3季底之62.81%，政府存款比重連續兩季上升，由第2季底之2.58%升至第3季底之2.68%。104年11月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為34.39%、62.85%及2.76%。

圖2 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



伍、銀行放款與投資年增率上升

104年第3季底全體貨幣機構放款與投資餘額，以成本計價較上季底增加6,356億元，其中放款增加5,031億元，投資增加1,326億元；放款與投資年增率由上季底之4.23%上升為5.03%，主要係因相對於上季底，第3季底對民間部門及政府之債權成長增加所致。10月底，由於對政府及民間部門之債權成長減緩，放款與投資年增率降至4.84%；11月底，雖對政府債權成長增加，惟在對公營事

業債權成長持平，且對民間部門債權成長續緩下，放款與投資年增率續降至4.54%(圖2)。若包含人壽保險公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，104年第3季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之2.83%略降至2.81%，10月底及11月底並各續降至2.64%及2.61%。

就放款與投資之對象別觀察，104年第

3季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率自上季底之4.80%增至5.42%，反映對民間部門放款成長增加，惟企業借款多用於資金周轉；對政府債權年增率亦較上季底之2.35%增至4.52%，主要係銀行持有政府公債成長增加；至於對公營事業債權則由成長0.17%轉為衰退0.93%，主要則係對其放款成長減緩所致。11月底對民間部門債權年增率降至4.53%，對政府及公營事業債權年增率則分別增至5.15%及2.45%。比重方面，104年第3季底對民間部門債權比重由上季底之80.68%升至80.78%，11月底則略降至80.77%；對政府債權比重由上季底之15.52%升至15.53%，11月底則略降至15.48%；對公營事業債權比重由上季底之3.80%降至3.69%，11月底則略升至3.75%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，104年第3季底對民營企業放款餘額較上

季底增加2,264億元，其中，對服務業²放款增加1,262億元，主要以批發零售業放款增加313億元為大宗；另對製造業放款則增加1,035億元，主要以對電子零組件製造業放款增加657億元為大宗。11月底，全體銀行對民營企業放款餘額較第3季底增加207億元，其中，對服務業放款仍呈增加464億元，惟因對化學材料製造業放款減少336億元，而使整體製造業放款減少293億元。就各業別比重而言，104年第3季底對服務業放款比重自上季底之52.78%升至52.85%，對製造業放款比重亦自上季底之42.73%升至42.80%，對營造業放款比重則自上季底之3.02%降至2.93%。11月底對服務業放款比重較104年第3季底升至53.23%，對製造業放款比重降至42.40%，對營造業放款比重則略升至2.98%。

陸、銀行業利率下降

受全球景氣復甦趨緩影響，國內出口連續數月負成長，失業率仍高，民間消費與投資疲弱，為提振內需及改善就業情況，本行於104年9月25日起調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為1.75%、2.125%及4%。受本行降息影響，104年第3季主要銀行存放款利率均

呈現下降趨勢，以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底的1.355%，下降至本季底之1.281%，至11月底維持不變；五大銀行平均放款基準利率方面，亦自上季底的2.883%，下降至本季底的2.877%，10、11月續降至2.829%。其後考量全球復甦步調仍不

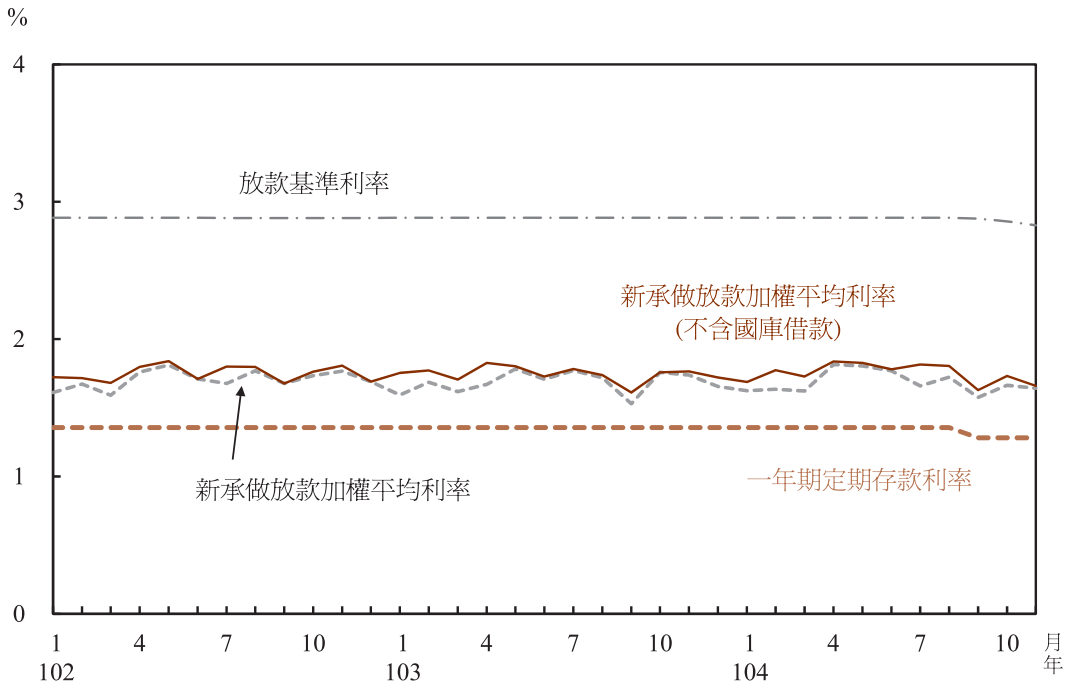
² 包括批發及零售業、運輸及倉儲業、住宿及餐飲業、資訊及通訊傳播業、金融及保險業、不動產業及其他服務業等。

如預期，國內經濟成長預測下修等因素，本行於12月18日再次調降政策利率各0.125個百分點，截至12月底，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.625%、2%及3.875%。

在新承做放款利率方面，五大銀行新承做放款加權平均利率自6月之1.769%下降至9月之1.575%，之後平均利率先升後降，

主要受新承做政府借款金額先減後增，牽動週轉金貸款利率先升後降所致，11月降至1.642%，較6月下降0.127個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自6月之1.780%下降至9月之1.627%，11月雖小幅回升至1.659%，惟仍較6月下降0.121個百分點。

圖3 本國五大銀行平均利率



註：五大銀行係指臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀。

金融市場

壹、貨幣市場

104年第3季全球經濟表現不如預期，加以國內經濟成長動能減緩，本行持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持寬鬆的金融機構超額準備部位，並於9月25日及12月18日兩度調降政策利率各0.125個百分點，引導金融業隔夜拆款加權平均利率逐步下滑。貨幣機構日平均淨超額準備由第2季平均之291億元微幅上升至第3季平均之294億元，10至11月平均再升至342億元。

以下分別就7月至11月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

由於國內經濟成長力道減弱，民間部門資金需求不強，加上本行降息以維持貨幣寬鬆，致第3季貨幣機構日平均淨超額準備平均微幅上升至294億元(圖1)。就各月資金情勢觀察，7、8月受稅款續繳庫及外資淨匯出等緊縮因素影響，日平均淨超額準備維持低檔，分別為242億元及300億元；9月受公債還本付息及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備上升至341億元；10月受稅款繳庫及公債發行等緊縮因素影響，日平均淨超額準備下降為330億元；11月復因公債還本付息、各項社會福利支出補助款

及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備回升至355億元。

二、利率走勢

在全球景氣緩慢復甦且仍具不確定性，國內經濟成長減緩，負的產出缺口持續擴大的情況下，本行於9月25日調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為1.75%、2.125%及4%；其後考量全球復甦步調仍不如預期，國內經濟成長預測下修等因素，本行於12月18日再次調降政策利率各0.125個百分點，截至12月底，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.625%、2%及3.875%。

由於國內景氣走緩，廠商資金需求薄弱，致貨幣市場資金寬鬆，為維持物價及金融穩定，本行續發行定期存單，收回市場游資。由於市場資金充裕，第3季金融業隔夜拆款利率自7月之0.387%逐步下滑至9月之0.320%，隨本行調降政策利率，10、11月再降至0.301%後持穩(表1)。至於票券市場短期利率方面，各天期利率亦普遍呈現下降趨勢，其中商業本票1-30天期發行利率由6月之0.80%下降11月之0.67%，次級市場利率則由0.58%下降至0.40%；同期間，31-90天期

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

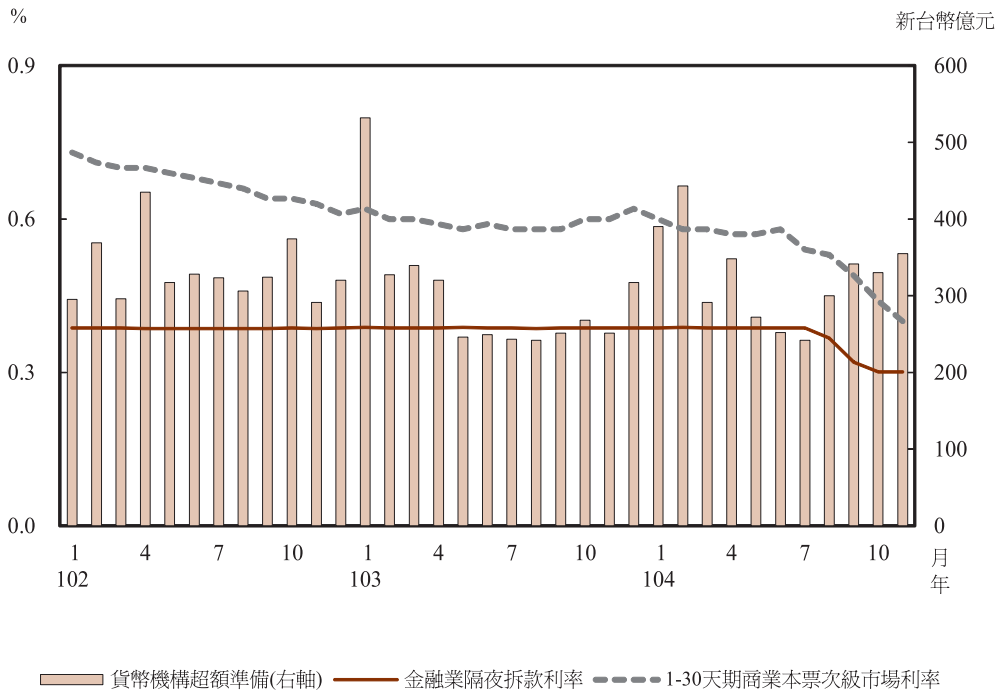


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單 ^註				
		初級市場			次級市場			初級市場				
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年	1年以上-2年
101	0.428	0.85	0.90	0.92	0.76	0.79	0.85	0.870	0.930	1.050	0.848	—
102	0.386	0.78	0.81	0.77	0.67	0.69	0.73	0.870	0.930	1.050	0.656	0.769
103	0.387	0.77	0.80	0.78	0.60	0.62	0.69	0.870	0.930	1.050	0.575	0.786
103/ 11	0.387	0.82	0.83	0.84	0.60	0.63	0.75	0.870	0.930	1.050	0.629	0.846
12	0.387	0.83	0.87	0.85	0.62	0.68	0.79	0.870	0.930	1.050	0.598	0.812
104/ 1	0.387	0.79	0.86	0.83	0.60	0.64	0.78	0.836	0.930	1.050	0.596	0.793
2	0.388	0.79	0.87	0.80	0.58	0.64	0.72	0.870	0.930	1.050	0.591	—
3	0.387	0.78	0.87	0.79	0.58	0.63	0.70	0.845	0.930	1.050	0.585	0.778
4	0.387	0.78	0.87	0.80	0.57	0.65	0.71	0.870	0.930	1.050	0.571	0.755
5	0.387	0.77	0.82	0.78	0.57	0.64	0.67	0.870	0.930	1.050	0.557	0.728
6	0.387	0.80	0.87	0.71	0.58	0.61	0.64	0.870	0.930	1.050	0.540	0.698
7	0.387	0.78	0.85	0.74	0.54	0.62	0.68	0.867	0.930	1.050	0.519	0.669
8	0.367	0.78	0.85	0.72	0.53	0.58	0.59	0.866	0.930	1.050	0.494	0.619
9	0.320	0.77	0.80	0.65	0.49	0.53	0.55	0.858	0.922	1.040	0.447	0.553
10	0.301	0.71	0.77	0.69	0.44	0.49	0.56	0.796	0.860	0.980	0.417	0.505
11	0.301	0.67	0.75	0.63	0.40	0.45	0.48	0.795	0.860	0.980	0.389	0.465

註：本行於90年迄今均未發行183-273天定期存單，故將此欄資料予以隱藏。另，本行於102年8月起發行2年期定期存單。

發行利率由0.87%下降至0.75%，次級市場利率亦由0.61%下降至0.45%。

三、票券流通餘額

104年11月底票券流通餘額合計為1兆6,381億元，較第2季底減少326億元(表2)。其中以商業本票減少256億元最多，主要係因本季股市表現不佳，票券商發票意願較低，加以償還金額持續較發行金額為多，致

商業本票餘額持續下滑。國庫券減少237億元，主要係配合國庫資金調度需要，償還金額較發行金額為多所致。104年8月銀行為增加外幣資金籌措管道，提供企業及個人多元之投資工具，以及擴大國內外幣票券市場之交易規模，新增發行外幣可轉讓定期存單，致可轉讓定期存單餘額較第2季底增加174億元；銀行承兌匯票則變動不大。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合計			國庫券			市庫券			商業本票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
101	81,877	79,260	14,540	2,650	2,503	1,950	-	-	-	73,116	70,232	10,236	242	256	43	5,869	6,269	2,311
102	98,090	96,127	16,502	3,246	3,050	2,146	-	-	-	88,274	86,518	11,992	235	235	42	6,335	6,323	2,323
103	108,406	108,496	16,412	2,449	3,294	1,300	100	100	0	99,195	98,119	13,068	241	240	43	6,422	6,743	2,002
103/ 11	8,575	8,559	16,346	0	250	1,000	0	100	0	7,987	7,704	13,196	20	18	50	568	487	2,100
12	9,932	9,866	16,412	650	350	1,300	0	0	0	8,618	8,745	13,068	20	28	43	644	743	2,002
104/ 1	9,931	8,650	17,694	537	0	1,837	0	0	0	9,058	8,206	13,921	18	15	45	318	429	1,891
2	7,428	7,308	17,814	300	200	1,937	0	0	0	6,640	6,533	14,027	16	18	43	472	557	1,806
3	10,962	10,974	17,802	350	550	1,737	0	0	0	9,973	9,816	14,185	21	23	41	618	584	1,839
4	10,588	9,891	18,500	250	200	1,787	0	0	0	9,622	9,227	14,580	19	18	42	697	446	2,091
5	9,242	10,076	17,665	0	300	1,487	0	0	0	8,621	9,018	14,183	18	14	46	603	745	1,949
6	8,830	9,788	16,707	0	700	787	0	0	0	8,426	8,721	13,888	18	23	41	386	344	1,991
7	9,691	9,553	16,845	300	250	837	0	0	0	8,440	8,828	13,501	18	20	40	932	456	2,468
8	9,644	9,021	17,467	250	0	1,087	0	0	0	7,784	8,015	13,270	18	19	39	1,592	988	3,072
9	9,297	9,894	16,870	0	0	1,087	0	0	0	8,639	8,532	13,377	15	14	39	643	1,348	2,367
10	9,432	9,707	16,594	0	287	800	0	0	0	9,033	8,650	13,759	16	17	39	383	753	1,997
11	9,342	9,556	16,381	0	250	550	0	0	0	8,420	8,547	13,632	15	19	34	908	740	2,165

貳、債券市場

本(104)年第3季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債1,250億元，較上季減少250億元；公司債方面，發行規模為1,085億元，較上季增加345億元，主要因目前利率處於低檔，發債可鎖定中長期資金成本；金融債券方面，金融機構發債總額為364億元，主要目的為中長期授信業務需求及充實資本適足率，較上季減少450億元；至於外國債券及國際債券方面，本年第3季外國機構在台發行總額折合新台幣為2,547億元，較上季增加397億元。

債券流通市場方面，本年第3季債券交易量為18兆2,547億元，較上季增加2兆7,361億元或17.59%，主要因股市不佳，資金由股市轉向債市。

以下就發行市場與流通市場分別加以說

明：

一、發行市場

(一) 中央政府公債

本年第3季中央政府發行甲類建設公債1,250億元，發行年期有2年、5年、10年及30年期。就各期別公債得標利率觀察，5、10及30年期公債發行得標利率較上季分別下降2、37及15個基本點；就行業得標比重觀察，第3季平均仍以銀行業得標比重為最高50.68%，其次為證券業的28.44%，再次為保險業的12.08%，至於票券業平均只標得8.8%。累計至第3季底，中央政府公債發行餘額為5兆3,538億元，較上季底減少900億元或-1.65%，至11月底發行餘額則為5兆4,488億元。

表3 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標 利率(%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
104甲10	104.07.17	2	300	0.650	66.33	14.33	17.67	1.67
※104甲9	104.07.24	5	300	0.988	58.16	34.67	7.17	0.00
104甲11	104.08.10	30	300	2.288	30.84	26.00	2.16	41.00
104甲12	104.09.11	10	350	1.168	47.85	37.29	8.29	6.57

※為增額公債。

(二) 直轄市政府公債

本年第3季末發行直轄市政府公債。11月底發行餘額為906億元，其中，台北市建

設公債及高雄市政府公債發行餘額分別為390億元及516億元。

表4 國內債券發行概況統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化 受益證券		外國債券及 國際債券	
	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
101	14,365	77,517	6,650	47,763	234	1,581	4,825	16,195	1,804	10,221	769	1,483	83	273
102	12,686	82,891	6,419	50,682	-	1,413	4,660	18,653	1,103	10,298	80	1,351	424	494
103	19,741	94,253	6,753	53,385	-	1,017	3,604	20,130	3,975	12,736	85	1,187	5,324	5,799
103/11	2,468	93,093	579	53,085	-	1,018	115	20,085	711	12,307	-	1,179	1,063	5,418
12	1,725	94,253	300	53,385	-	1,017	397	20,130	646	12,736	-	1,187	381	5,799
104/ 1	1,554	94,659	668	53,253	-	1,017	165	20,162	106	12,731	-	1,082	615	6,413
2	2,458	96,625	635	53,488	-	1,017	85	20,181	132	12,838	-	1,081	1,607	8,019
3	2,482	97,449	750	52,938	-	1,017	244	20,254	358	13,018	-	1,079	1,130	9,143
4	962	97,806	300	53,238	82	1,099	89	20,151	106	12,791	-	1,000	386	9,527
5	2,016	99,445	600	53,838	-	1,099	255	20,227	179	12,787	-	988	982	10,506
6	2,309	100,957	600	54,438	-	993	397	20,401	529	12,864	-	982	783	11,279
7	1,673	101,257	600	53,938	-	993	329	20,474	27	12,880	-	980	717	11,991
8	1,752	102,201	300	53,938	-	993	528	20,766	136	12,976	-	978	789	12,550
9	1,821	102,783	350	53,538	-	993	229	20,789	202	13,140	-	977	1,041	13,347
10	1,889	104,185	650	54,188	-	993	126	20,778	58	13,111	-	949	1,055	14,166
11	551	104,302	300	54,488	-	906	181	20,738	12	13,004	-	945	58	14,222

資料來源：

- (1) 中央銀行「中華民國金融統計月報」。
- (2) 金管會銀行局「資產證券化案件統計表」。
- (3) 中央銀行外匯局「國際金融組織在台發行債券概況」。

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

(三) 公司債

本年第3季公司債發行總額為1,085億元，較上季增加345億元或46.62%，主要因

利率處於相對低檔，發行固定利率公司債取代浮動利率借款，可鎖定中長期資金成本，以規避利率變動風險。就發行內容觀察，前

六大發債公司為台電、富邦金、中信金、中油、鴻海及兆豐金，合計發債金額為776億元，占發行總額70.31%；就債券發行期限觀察，以5年期券占41.93%為最大宗，其次為3年期券的26.93%，再次為7年期券的21.94%，加權平均發行利率分別為1.35%、1.04%及1.59%；與上季比較，5年期利率較上季之1.44%下降9個基本點，3年期較上季之1.21%下降17個基本點，7年期則較上季之1.7%下降11個基本點。截至第3季底，公司債發行餘額為2兆789億元，較上季底增加388億元或1.90%，至11月底發行餘額為2兆738億元。

(四) 金融債券

金融債券係指本國銀行、外國及大陸銀行在台分行發行以新台幣或外幣計價之債券。第3季有8家本國銀行發行以新台幣及美元計價之金融債券，總金額為364億元，較上季減少450億元或-55.26%。新台幣計價之金融債券，以次順位債券為主，發行目的主要為中長期授信業務需求及充實資本適足率，發行期間主要為7年期、10年期及無到期日，分別占19.16%、38.99%及41.85%；美元計價之金融債券，以第一順位債券為主，發行目的主要預期下半年美國將升息，長期美元可能走強，為籌措中長期美元資金，以支應外幣中長期放款，發行期間均為30年期。累計至104年第3季底，金融債券發行餘額為1兆3,140億元，較上季底增加276億元或

2.14%，至104年11月底發行餘額則增至1兆3,004億元。

(五) 資產證券化受益證券

本年第3季資產證券化受益證券商品無新案發行，累計至第3季底資產證券化受益證券發行餘額為977億元，較上季底減少5億元或-0.52%，至本年11月底發行餘額則減至945億元。

(六) 外國債券及國際債券

外國債券係指外國機構在台發行以新台幣計價之公司債，目前流通在外之外國債券，均為在台上市櫃之境外公司所發行之可轉換公司債。外國債券發行總額折合新台幣為27億元，較上季增加16億元或139.13%，累計至本年第3季底，外國債券發行餘額折合新台幣為93億元，較上季底增加10億元或11.50%。至104年11月底發行餘額增為新台幣97億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。國際債券發行總額折合新台幣為2,520億元，較上季增加381億元或17.79%。就國際債券發行幣別觀察，美元、人民幣及澳幣債券發行總額折合新台幣分別為2,023億元、483億元及14億元，占國際債券總發行額分別為80.29%、19.15%及0.56%。累計至本年第3季底，國際債券發行餘額折合新台幣為13,254億元，較上季底增加2,058億元或18.38%。至104年11月底發行餘額增為新台幣14,125億元。

二、流通市場

本年第3季以來由於台股走跌，及下半年的經濟成長率低於預期，景氣明顯趨緩，市場預期利率走跌，加以本行於9月25日降息，致國內10年期指標公債殖利率由第2季底為1.5%，下跌至當季底為1.14%。104年10月及11月平均殖利率均為1.17%。

本年第3季由於股市大跌及景氣趨緩，提高對債券的避險需求，資金由股市轉移至債市，致本年第3季國內整體債市交易金額增為18兆2,948億元，較上季增加2兆7,361億元或17.59%，其中，買賣斷交易增加5,923

億元或16.05%，附條件交易增加2兆1,437億元或18.06%。若就交易比重觀察，附條件交易金額占交易總額比重由上季之76.3%上升至當季之76.6%，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之23.7%下降至當季之23.4%。若就各類債券交易來看，本年第3季以政府公債交易比重占68.62%為最高，交易金額為12兆5,536億元，其次依序為公司債4兆7,001億元、金融債券6,878億元、外國債券與國際債券3,435億元及資產證券化受益證券97億元。10月至11月債券累計交易金額為11兆3,457億元，較上年同期增加1,601億元或1.4%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

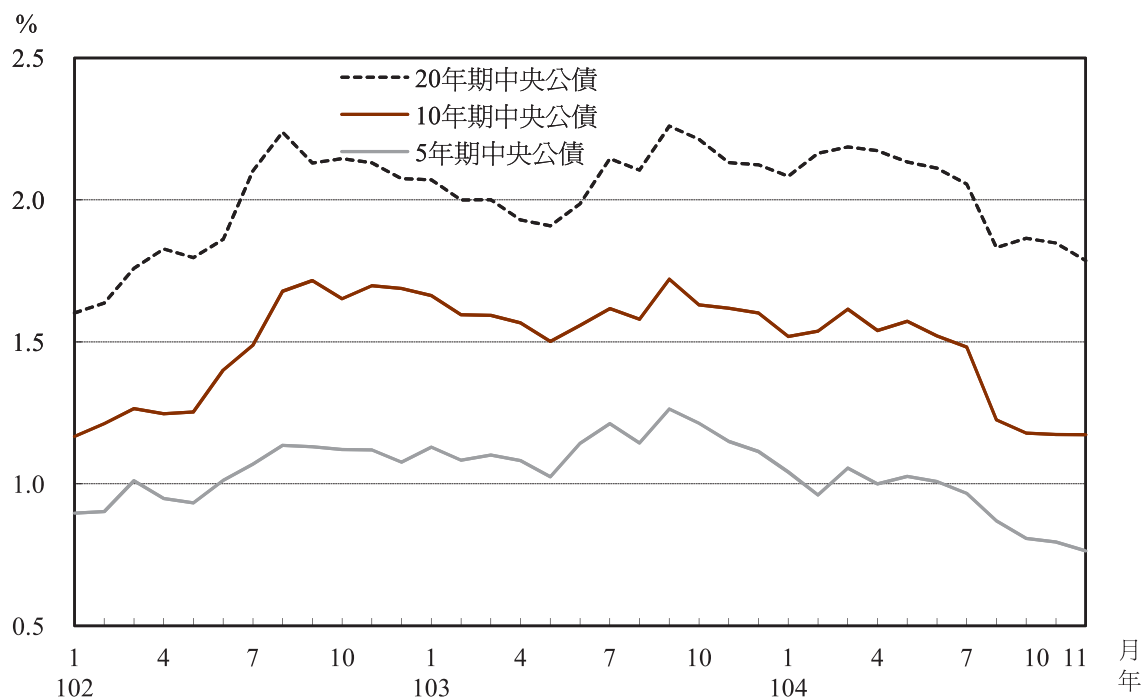


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

單位：新台幣億元

年 / 月	總成交金額	買 賣 斷		附條件交易	
		金 額	比重 (%)	金 額	比重 (%)
101	865,517	184,358	21.3	681,160	78.7
102	692,261	136,953	19.8	555,308	80.2
103	680,324	147,060	21.6	533,264	78.4
103/ 11	53,413	9,763	18.3	43,650	81.7
12	58,952	9,087	15.4	49,865	84.6
104/ 1	61,590	15,695	25.5	45,894	74.5
2	38,854	8,247	21.2	30,607	78.8
3	63,697	17,174	27.0	46,523	73.0
4	53,259	11,664	21.9	41,594	78.1
5	50,486	12,352	24.5	38,134	75.5
6	51,842	12,882	24.8	38,960	75.2
7	55,876	13,376	23.9	42,500	76.1
8	66,014	16,806	25.5	49,209	74.5
9	61,057	12,640	20.7	48,417	79.3
10	58,853	11,051	18.8	47,802	81.2
11	54,604	11,173	20.5	43,431	79.5

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表6 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合 計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券及 國際債券
			普通	可轉換			
101	865,517	689,748	144,744	11,185	18,592	1,034	215
102	692,261	514,905	148,634	8,070	19,485	764	403
103	680,324	497,765	142,969	7,539	24,833	895	6,324
103/ 11	53,413	35,817	13,616	544	2,352	65	1,018
12	58,952	37,135	17,427	720	2,917	48	706
104/ 1	61,590	43,402	15,021	639	1,894	35	599
2	38,854	24,221	10,990	386	1,584	29	1,644
3	63,697	42,995	16,096	683	2,506	52	1,365
4	53,259	35,938	13,846	613	2,109	27	725
5	50,486	32,995	13,092	584	2,437	21	1,357
6	51,842	33,071	14,613	562	2,491	32	1,073
7	55,876	36,875	15,003	560	2,132	43	1,262
8	66,014	46,793	15,329	493	2,485	22	893
9	61,057	41,868	15,141	475	2,261	32	1,280
10	58,853	39,786	15,342	474	1,995	16	1,240
11	54,604	37,784	14,035	497	1,854	16	417

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

註：自99年4月起，各類債券交易資料包含買賣斷及附條件交易；之前，因缺乏詳細資料，附條件交易均歸入「政府債券」。

參、股票市場

104年7月以降，受到國際及大陸股災蔓延，國內外經濟表現不佳，外資賣超台股等利空因素衝擊，台股指數跌至8月24日之7,410點，為本年以來新低。之後在國安基金及政府基金進場護盤，國際主要股市亦止跌回穩下，台股緩步走升至11月4日之8,857點。隨Fed年底前升息可能性提高，國際股市走跌，加以國內出口、工業生產等經濟指標持續衰退，致股價跌至11月底之8,321點，較6月底下跌10.75%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

104年7月份股市走跌，7月底加權指數較上月底下跌7.05%。此期間主要利空因素包括：1.大陸股市暴跌；2.希臘債務危機升高；3.國內出口及景氣表現不佳；4.外資賣超台股。

104年8月份股市止跌反彈，惟8月底加權指數仍較上月底下跌5.66%。8月1日至24日股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.國際及大陸股災蔓延；2.外資大舉撤離亞洲股市，賣超台股；3.人民幣貶值，大陸經濟惡化，PMI創近年新低；4.國內經濟表現不佳。8月25日至31日股市自谷底反彈，此期間主要利多因素包括：1.國安基金及政府基金進場護盤；2.國際主要股市止跌回穩；3.多家上市櫃公司買回庫藏股。

104年9月份股市呈現盤整走勢，9月底加權指數較上月底略漲0.08%。此期間主要利多因素包括：1.國安基金持續護盤；2.美國Fed宣布不升息。主要利空因素包括：1.國內出口及工業生產持續衰退，消費者信心指數續跌；2.德國福斯汽車爆發操縱排放廢氣數據醜聞，衝擊全球股市同步下挫；3.證所稅修正案未能順利過關。

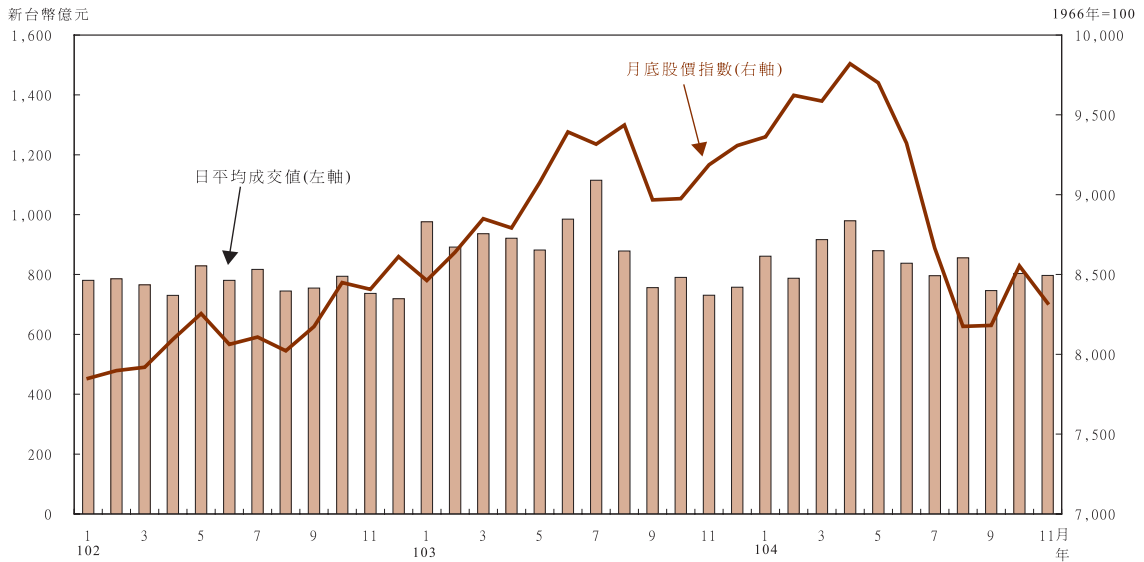
104年10月份股市走升，10月底加權指數較上月底上漲4.56%。此期間主要利多因素包括：1.國際股市走升；2.市場預期Fed可能延後升息；3.進入消費旺季及百貨公司周年慶。

104年11月份股市走跌，11月底加權指數較上月底下跌2.73%。此期間主要利空因素包括：1.Fed年底前升息可能性提高，國際股市表現不佳；2.國內出口、外銷訂單及工業生產等經濟指標持續衰退；3.MSCI調降台股權重。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動(表7)，104年7月份多數類股下跌。其中，由於化學品外銷接單大幅衰退，致化學類股下跌11.86%最多；電器電纜類股因國際銅價持探底下跌10.75%；橡膠類股亦因橡膠價格疲軟，營收不佳，致股價下跌10.73%。

圖3 集中市場價量變動趨勢



104年8月份除食品類股外，其餘類股均下跌。其中以建材營造類股下跌14.06%最多；汽車類股因逢農曆7月，銷售業績較差，下跌12.48%；鋼鐵類股因鋼價持續走弱，致營收獲利下滑，股價亦下跌11.88%。僅食品類股受惠於夏季飲料旺季及中元普渡需求拉升，上漲1.24%。

104年9月份多數類股上漲。其中以生技醫療類股受到新藥取得藥證、權利金入帳、選舉政策拉抬等利多加持，股價上漲8.86%最多；電機機械類股上漲7.64%次之；建材營造類股在央行降息之激勵下，上漲7.30%。

104年10月份多數類股上漲。其中以生技醫療類股延續漲勢，上漲13.85%最多；塑膠類股及化學類股由於進入第四季旺季，

加上塑化產品報價回溫，分別上漲11.25%及10.74%；汽車類股在車商推出舊換新購車補貼優惠下，買氣回籠，致股價上漲10.01%。

104年11月份多數類股下跌。由於經濟部表示，年底前可能不會簽署兩岸或貿協協議，致傳產股普遍走跌，其中以水泥類股下跌16.36%最多；航運類股因海運需求疲弱，運價崩跌，長榮、陽明等貨運公司虧損擴大，致股價下跌11.96%；生技醫療類股則持續大漲15.77%。

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，104年7月至11月，除了10月因國際股市走升及市場預期Fed可能延後升息，外資回流亞洲新興市場，買超台股外，其餘月份均因國際股市

表7 集中市場各類股股價指數之變動

日期	類股名稱 加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
104年6月底	9323.0	363.5	1193.4	134.9	1301.8	225.4	625.9	150.0	32.3	39.5	158.4
104年7月底	8665.3	332.4	1146.4	123.0	1315.6	212.6	580.4	134.5	28.8	37.5	147.1
104年8月底	8174.9	314.6	1067.5	122.9	1332.0	203.8	573.7	130.0	28.3	34.3	139.2
104年9月底	8181.2	316.4	1018.4	117.0	1312.8	197.0	601.9	139.9	28.3	32.7	147.7
104年10月底	8554.3	329.7	1056.7	124.7	1311.4	219.2	594.6	151.6	30.6	34.6	155.9
104年11月底	8320.6	325.8	1023.9	104.3	1287.7	206.6	544.3	143.5	28.2	31.6	149.0
104年7月底 與上月底比%	-7.05	-8.56	-3.94	-8.86	+1.06	-5.68	-7.27	-10.30	-10.75	-5.11	-7.13
104年8月底 與上月底比%	-5.66	-5.35	-6.88	-0.04	+1.24	-4.14	-1.15	-3.34	-1.80	-8.53	-5.36
104年9月底 與上月底比%	+0.08	+0.57	-4.61	-4.86	-1.44	-3.34	+4.92	+7.64	+0.14	-4.69	+6.05
104年10月底 與上月底比%	+4.56	+4.22	+3.76	+6.64	-0.11	+11.25	-1.23	+8.36	+7.87	+5.72	+5.60
104年11月底 與上月底比%	-2.73	-1.20	-3.11	-16.36	-1.81	-5.72	-8.45	-5.35	-7.69	-8.71	-4.46

日期	類股名稱	鋼鐵	橡膠	汽車	建材營造	航運	觀光	貿易百貨	油電燃氣	化學	生技醫療	其他
104年6月底		93.7	339.7	309.6	275.9	78.6	121.4	218.7	102.1	101.6	69.7	268.2
104年7月底		86.1	303.3	287.7	252.4	79.0	114.6	215.9	96.1	89.6	67.9	250.9
104年8月底		75.8	268.6	251.8	216.9	69.7	110.2	196.2	93.8	84.2	61.5	247.2
104年9月底		75.9	281.0	254.6	232.8	68.3	115.8	198.0	100.4	85.5	67.0	250.0
104年10月底		78.5	302.1	280.0	244.0	71.4	116.8	207.8	101.5	94.6	76.3	255.4
104年11月底		73.0	284.9	265.8	229.8	62.9	113.8	205.0	99.2	92.3	88.3	245.1
104年7月底 與上月底比%		-8.16	-10.73	-7.06	-8.50	+0.55	-5.64	-1.29	-5.90	-11.86	-2.60	-6.45
104年8月底 與上月底比%		-11.88	-11.44	-12.48	-14.06	-11.77	-3.81	-9.10	-2.35	-5.97	-9.41	-1.47
104年9月底 與上月底比%		+0.05	+4.63	+1.10	+7.30	-2.07	+5.11	+0.91	+6.98	+1.47	+8.86	+1.14
104年10月底 與上月底比%		+3.39	+7.49	+10.01	+4.81	+4.54	+0.79	+4.95	+1.09	+10.74	+13.85	+2.14
104年11月底 與上月底比%		-6.99	-5.70	-5.10	-5.82	-11.96	-2.55	-1.33	-2.25	-2.48	+15.77	-4.01

出現跌勢及國內經濟數據不佳，致外資賣超台股。

投信法人方面，104年7月、8月及10月因台股回跌，促使投信法人逢低承接；9月及11月則分別因應季底及年底作帳需要而賣超台股。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股

市下跌時便出現賣超。由於104年下半年以來台股走跌，致自營商7月至11月均賣超台股。

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 104年7月20日，期交所推出契約規模2萬美元的「小型美元兌人民幣

表8 集中市場機構投資人買賣超

單位：新台幣億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
102年全年	2,430	-767	85	1,748
103年全年	3,546	-381	-4	3,161
103年11月	958	17	69	1,044
103年12月	-427	-76	39	-464
104年1月	642	-6	-33	603
104年2月	966	-13	-28	925
104年3月	-428	-142	56	-514
104年4月	1,002	-53	139	1,088
104年5月	311	-17	-39	255
104年6月	-847	-30	-158	-1,035
104年7月	-507	35	-261	-733
104年8月	-571	18	-143	-696
104年9月	-62	-48	-32	-142
104年10月	663	15	-40	638
104年11月	-432	-60	-73	-565

匯率期貨」及10萬美元的「美元兌人民幣匯率期貨」。同時，股票期貨及選擇權之標的證券為國外成分證券指數股票型基金或境外指數股票型基金者，交易時間延長至下午4點15分。

- (二) 104年8月1日，證交所自即日起將權證「增額發行」連結標的額度上限由22%放寬至30%。
- (三) 104年8月12日，金管會將上市及上櫃股票最低融券保證金成數由90%調升為120%，同時放寬投資人的信用交易擔保品範圍，可用具有市場流動性、且能被客觀合理評估價值的其他擔保品，補繳融資自備款或融券保證金差額。
- (四) 104年8月23日，金管會宣布3項救市措施：(1)8月24日起，禁止平盤以下放空；(2)鼓勵金融業實施庫藏股，並買進具有投資價值之各類績優股票；(3)舉辦公司業績發表會及個別產業前景座談會。
- (五) 104年8月25日，行政院召開國安基金管理委員會議，宣布授權以全權委託方式，動用國安基金五千億元進場護盤。
- (六) 104年9月7日，證交所宣布，自即

日起境內僑外資持居留證向證券商開戶時，可不須再重複提供護照，放寬開戶文件，以吸引國際資金投資我國證券市場。

- (七) 104年9月8日，針對投信投顧事業辦理外幣全權委託業務，央行同意擴大投資標的，增列投資台股的投信基金，惟投資台股等國內證券上限不能逾30%。
- (八) 104年9月21日，由於國內外經濟及國際主要股市已逐步回穩，金管會自即日起，恢復投資人得於平盤以下融券及借券賣出。
- (九) 104年10月16日，金管會將最低融券保證金成數由120%調回90%，並停止擴大補繳差額擔保品範圍之措施。
- (十) 104年11月17日，立法院三讀通過所得稅法部分條文修正草案，自105年1月1日起廢除證所稅。
- (十一) 104年11月30日，金管會新制上路，包括：(1)擴大融資融券擔保品範圍，新增投信基金、期信基金及櫃買掛牌黃金；(2)擴增券商及證金公司的融券券源，未來可向客戶或同業借入有價證券。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

104年第3季（7至9月）新台幣對美元匯率最低為9月25日之33.292元，最高為7月1日之31.100元，差距為2.192元。季底新台幣對美元匯率為33.128元，較104年第2季底貶值6.2%，對日圓、歐元、人民幣與韓元亦分別較第2季底貶值7.9%、6.7%、3.9%與0.3%。

本季（104年第4季）底與上季（104年第3季）底比較，新台幣除對韓元貶值外，對歐元、人民幣、日圓及美元均升值（圖4），致對主要貿易對手一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）升值0.6%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：10月初受台灣經濟表現不佳影響，2日新台幣對美元匯率跌至33.156元本季最低點。隨後，美國非農就業等多項數據表現不佳，市場預期美國將延後升息，美元貶值，加上外資匯入買超台股，10月19日新台幣對美元升至32.418元，為本季高點。下旬，美國經濟數據轉強，美元由貶轉升，新台幣對美元匯率轉而走貶。11月初，美國經濟數據好壞參半，美元先貶後升，加上台灣第3季經濟負成長，外資匯出，11月16日新台幣對美元匯率貶至33.022元區間低點；爾後外資匯入，新台幣對美元匯率轉升。12月初，受市場預期美國聯準會

(Fed)即將升息及外資匯出影響，10日新台幣對美元匯率貶至33.015元。月中，Fed宣布升息，而因國內經濟成長動能仍待提升，我國央行於17日決議降息，新台幣對美元匯率續貶。本季底新台幣對美元匯率為33.066元，較上季底升值0.2%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值2.1%。

新台幣對歐元匯率：10月初歐元區經濟緩步成長，在美國就業數據不如預期之下，美元走弱，歐元相對走升，10月15日歐元兌美元匯率升至1.1438元高點。爾後，歐洲央行(ECB)決議維持利率不變，惟受油價與商品價格下跌，加上新興市場成長趨緩影響，ECB 12月將重新審視現有資產購買計畫，市場預期ECB將進一步推出寬鬆計畫，歐元走貶。11月，歐元區最大經濟體德國受中國大陸及新興經濟體成長減緩、需求疲弱等影響，歐元區第3季經濟成長率僅1.6%，且通膨依舊低迷，歐元持續走跌，11月30日歐元兌美元跌至本季低點1.0582元。12月ECB宣布調降存款利率並延長購債期間，惟購債規模不變，歐元兌美元升值，10日歐元兌美元匯率升至1.0997元後區間盤整。本季底新台幣對歐元匯率為36.1312元，較上季底升值3.0%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季貶值0.5%。

新台幣對日圓匯率：10月初，日本央

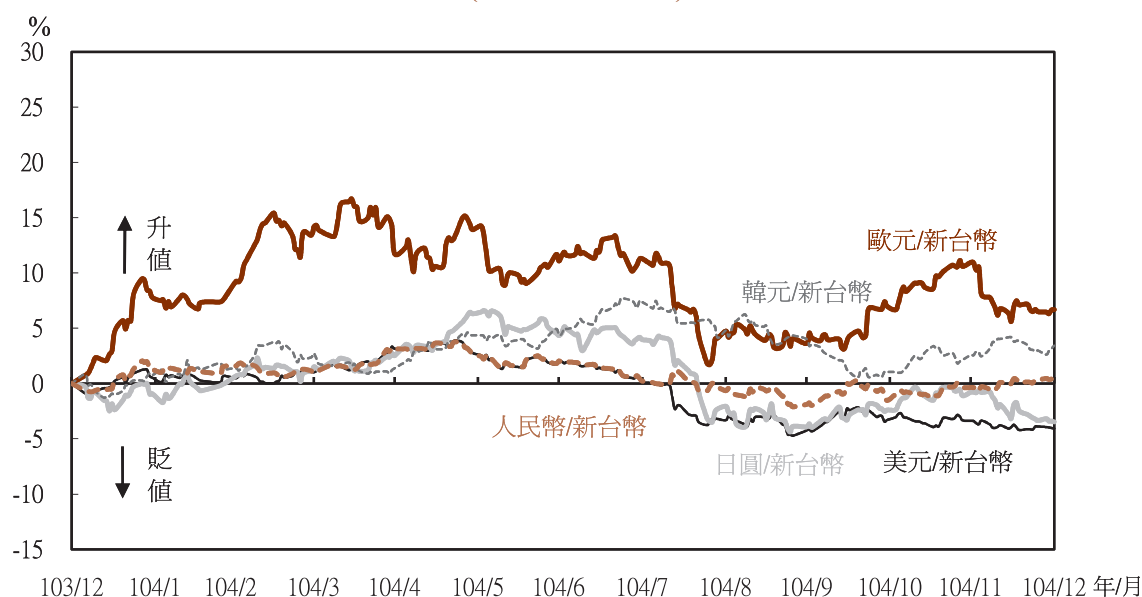
行決議維持利率不變，並表示儘管出口受到新興國家成長減緩影響，但內需依舊穩健，加上美國維持利率不變，資金匯入亞洲地區，10月15日日圓對美元匯率升至118.37元高點。之後因日本經濟數據不佳，日圓走跌，11月9日日圓跌至123.38元低點後，在122.31元至123.37元間區間震盪。12月，市場預期Fed升息機率大增，惟油價與商品價格偏低，資金轉進日圓，日圓對美元匯率持續升值，12月31日，日圓對美元匯率為120.37元。本季度新台幣對日圓較上季底升值0.5%；就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季貶值2.8%。

新台幣對人民幣匯率：10月上旬，國際美元走弱，外資匯入亞洲，人民幣微升；然而中國大陸經濟成長疲弱，中國人民銀行在

10月23日宣布調降基準利率與存款準備率。在中國人民銀行維持匯率穩定之下，10月人民幣對美元匯率在6.3175元至6.3601元間波動。11月以後，中國大陸進出口與通膨數據不佳，中國人行持續維持貨幣寬鬆，人民幣持續走弱；11月30日國際貨幣基金(IMF)將人民幣納入特別提款權(SDR)一籃貨幣，惟政策上支持人民幣匯價的需求減弱，加上美國開始升息，人民幣對美元匯率持續走弱，12月31日，人民幣對美元匯率貶至本季最低點6.4936元。本季度新台幣對人民幣較上季底升值2.3%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季貶值0.6%。

新台幣對韓元匯率：10月上旬，國際美元走弱，外資匯入，韓元持續走升，10月19日韓元對美元匯率升至1,121.0元。後因南

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與103/12/31比較)



韓出口不振，惟經濟成長因消費支出稍有回溫，10月20日至11月4日間，韓元對美元匯率在1,124.7元至1,142.3元間波動。爾後，因國際美元走強及外資匯出，12月14日韓元對美元匯率貶至本季低點1,184.8元。本月底新台幣對韓元較上季底貶值0.6%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季貶值3.1%。

二、外匯市場交易

104年8月至10月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為20,551.9億美元，較上期（104年5月至7月，以下同）減少6.9%，日平均交易淨額增為

331.5億美元。其中，OBU外匯交易淨額為4,076.1億美元，較上期減少20.0%，占外匯市場交易比重19.8%。

各交易類別中，以即期交易最多，交易量為8,893.2億美元，較上期增加2.1%；換匯交易居次，交易量為8,422.9億美元，較上期減少3.5%；占外匯市場交易比重分別為43.3%及41.0%。匯率選擇權位居第三，交易量為1,882.0億美元，占外匯市場交易比重為9.2%，較上期減少43.0%。遠匯交易位居第四，交易量為1,216.0億美元，占外匯市場交易比重為5.9%，較上期增加1.7%（表9及圖5）。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

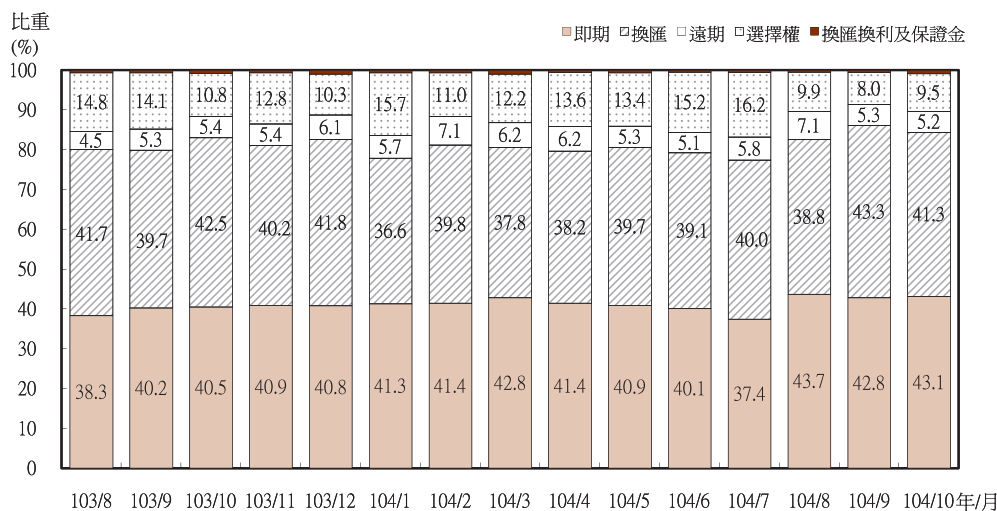
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯	國內銀行 間新台幣 對外幣	遠期	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²	保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額	OBU	日平均 交易淨額
										交易淨額	
101	2,249,684	2,558,288	1,129,998	406,831	63,913	19,419	30,993	627,958	5,893,172	579,922	23,386
102	2,681,798	2,991,819	1,131,883	373,006	51,421	21,730	32,983	1,072,740	7,174,076	1,093,561	28,928
103	2,869,175	3,352,584	1,240,342	408,770	38,084	20,379	37,365	1,134,172	7,822,445	1,332,026	31,290
103 / 8	230,498	250,550	95,278	27,168	2,285	1,298	3,137	88,802	601,453	101,392	28,641
9	297,659	293,645	109,121	39,496	3,447	1,497	3,357	103,918	739,573	123,648	35,218
10	289,495	304,056	109,337	38,882	3,051	2,014	3,542	77,064	715,053	103,082	32,502
11	271,745	266,385	87,488	35,960	1,880	1,978	2,877	85,121	664,066	103,810	33,203
12	272,331	278,703	91,384	40,341	1,692	2,624	3,919	68,974	666,892	104,772	27,787
104 / 1	316,528	280,731	89,713	43,061	3,302	2,673	3,133	120,110	766,235	162,838	38,312
2	205,977	197,753	59,996	35,250	2,594	1,763	1,349	54,840	496,932	90,814	33,129
3	325,761	287,316	78,116	46,733	4,390	2,266	5,298	93,033	760,406	145,021	34,564
4	297,826	275,132	85,082	44,530	3,400	2,008	2,064	97,904	719,464	149,076	35,973
5	289,502	280,576	74,776	37,786	3,984	1,893	3,161	94,077	706,995	154,567	35,350
6	292,104	284,044	76,615	37,380	2,696	1,640	2,197	110,985	728,349	167,942	34,683
7	289,095	308,632	87,135	44,457	3,632	1,730	3,146	125,329	772,390	186,930	35,109
8	343,632	305,224	72,758	55,546	3,633	1,864	2,234	77,454	785,954	168,253	37,426
9	281,974	284,933	74,482	34,566	5,483	1,754	2,109	52,871	658,205	123,409	32,910
10	263,719	252,132	75,880	31,500	3,927	2,620	3,203	57,857	611,031	115,947	29,097

註：1. 本表各類交易量已剔除「銀行間交易」重複計算部分。此外，與匯率有關之衍生性金融商品交易均列於此表。

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

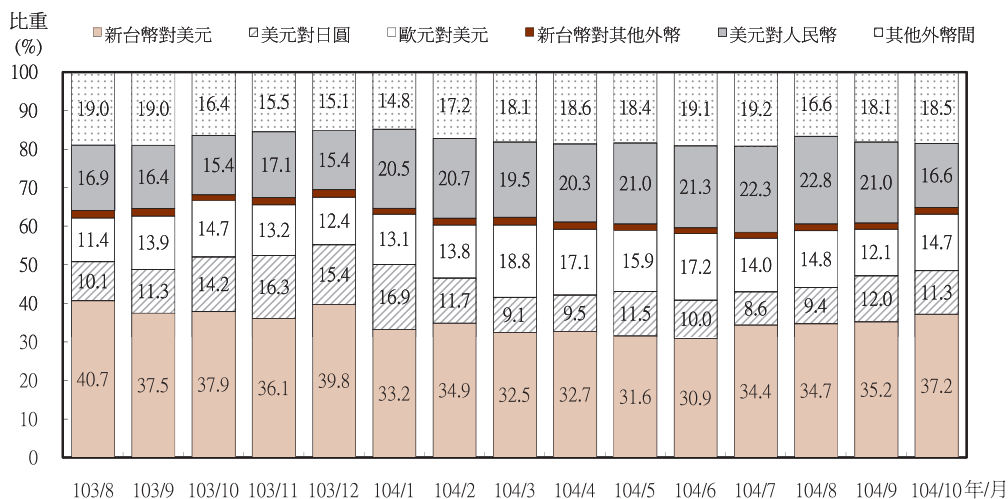
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，104年8月至10月的交易比重為35.6%，較上期增加3.3個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.7%；外幣間的交易比重為62.7%，其中美元對人民幣交易比重為

20.4%，較上期減少1.2個百分點；歐元對美元交易比重為13.9%，較上期減少1.8個百分點；美元對日圓交易比重為10.8%，較上期增加0.8個百分點；其他外幣間的交易比重為17.6%，較上期減少1.3個百分點(圖6)。

圖6 外匯交易-按幣別

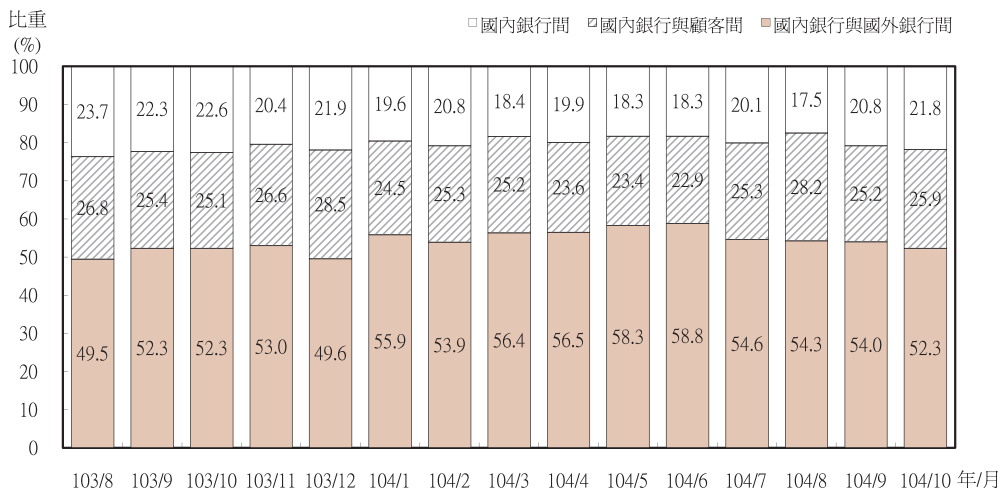


按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，104年8月至10月交易比重

為53.6%，較上期減少3.6個百分點；國內銀行與顧客間交易及國內銀行間交易比重分別

為26.6%及19.8%，分別較上期增加2.7個百分點及0.9個百分點(圖7)。

圖7 外匯交易-按交易對象別



三、銀行間換匯及外幣拆款交易

國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

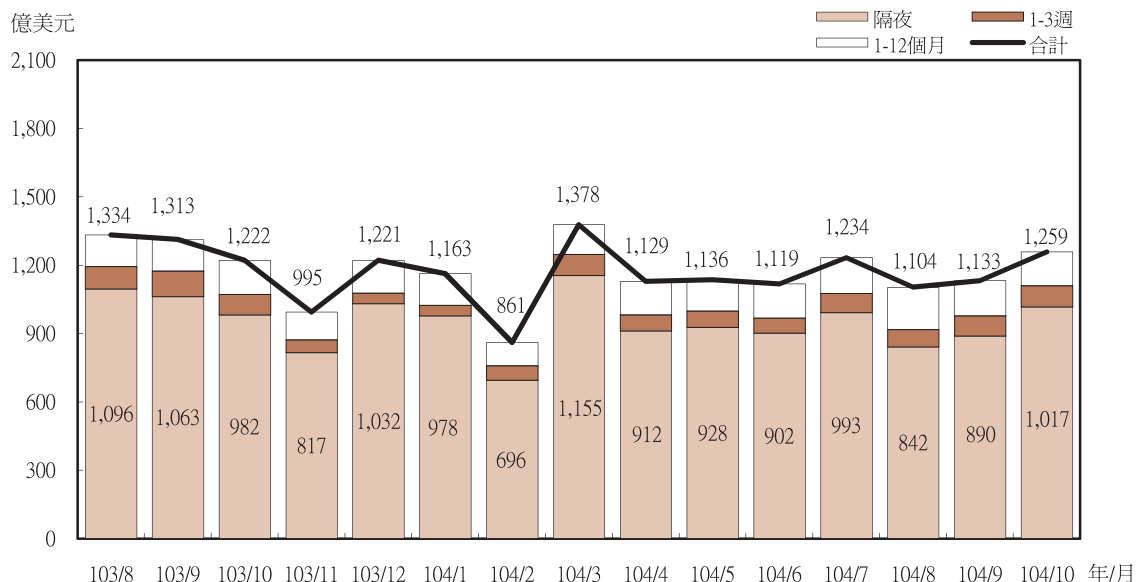
在新台幣與外幣換匯交易方面(表9)，104年8月換匯交易量為727.6億美元，較上月減少16.5%，主因8月11日中國大陸人民幣中間價大幅貶值1.8%，全球股匯市波動大，加上市場預期Fed於9月升息機率下降，銀行間換匯交易趨於保守，整體交易量因此減少。9月交易量為744.8億美元，較上月增加2.4%，係因適逢季底，資金調度需求提高，加上壽險業海外投資增加，透過換匯避險金額提高；此外，Fed升息的不確性，使得規避未來升息風險之長天期換匯交易量增加所致。10月交易量為758.8億美元，較上月增

加1.9%，主因市場預期美國今年升息機率不高，加上ECB與日本央行可能擴大寬鬆政策；此外，中國人民銀行調降基準利率與存款準備率，市場資金充裕，部分銀行利用銀行間市場調度美元需求，致交易量增加。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，104年8月外幣拆款交易量為1,103.9億美元，較上月減少10.5%，係因市場預期美國年底前升息，部分銀行進行長天期資金拆借，短天期隔夜拆款相對減少，週轉率下降，致整體拆款量減少。9月交易量為1,132.7億美元，較上月增加2.6%，係因適逢季底資金需求增加，拆款週轉率提高。10月交易量為1,259.0億美元，較上月增加11.2%，因市場預期美國延緩升息，加上ECB可能於12月重新檢視購債計畫後擴大QE，外資匯入，外

幣資金充裕，銀行積極利用短天期資金進行拆放，交易量因週轉率提高而增加。

圖8 外幣拆款市場月交易量



四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

104年8月至10月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易金額為270.9億美元，較上期減少6.0%。其中，以外幣利率期貨金額

128.6億美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的47.5%，較上期減少15.4個百分點；外幣換利交易居次，交易金額為104.0億美元，所占比重為38.4%，較上期增加8.8個百分點(表10)。

表10 匯率以外涉及外幣之衍生金融商品的交易金額

單位：百萬美元

年 / 月	外幣 換利	外幣遠期 利率協議	外幣利率 選擇權	外幣利率 期貨	商品價格交 換及選擇權	股價指數 選擇權	信用衍生 商品	合計
101	51,887	1,069	4,320	142,310	15,440	955	2,243	218,223
102	37,042	523	3,040	115,636	5,488	1,758	1,517	165,004
103	43,179	22	1,657	122,236	3,870	302	1,401	172,666
103 / 8	3,469	0	58	8,059	396	10	179	12,170
9	3,894	0	43	13,476	465	9	41	17,927
10	6,785	0	408	11,052	231	10	216	18,701
11	5,365	0	271	5,407	204	16	130	11,392
12	4,056	0	159	2,640	170	2	133	7,160
104 / 1	5,430	700	293	3,691	455	42	309	10,921
2	3,993	0	56	3,598	251	32	16	7,946
3	6,108	600	672	6,364	306	29	87	14,166
4	2,443	1,600	146	7,084	283	14	109	11,679
5	3,492	0	165	6,696	342	16	46	10,757
6	1,357	0	60	6,112	241	247	55	8,073
7	3,680	0	268	5,301	633	50	58	9,990
8	5,570	2,000	195	7,139	390	8	168	15,469
9	1,880	28	160	2,271	372	6	114	4,832
10	2,950	0	51	3,446	276	11	56	6,789

五、外匯自由化與外匯管理

本行為持續落實自由化、國際化既定政策，以及促進外匯業務的健全發展，持續同意指定銀行採事後報備方式，函報開辦新種外匯業務及衍生外匯商品業務等。

自104年9月起，指定銀行於經本行許可或備查之網路銀行外匯業務項下，得受理顧客於線上新增自行本人外匯存款帳戶為約定轉出、轉入帳號，辦理結匯及轉帳之約定事項，無須親赴銀行櫃檯申辦。放寬指定銀行

受理以傳真交易指示方式，辦理結匯金額達等值新臺幣50萬元以上外匯業務。

自104年11月2日起，放寬人民幣參加行得與人民幣清算行平倉之相關規定，其範圍包括(1)由公司、行號、團體辦理之人民幣跨境貨物貿易，擴增為人民幣跨境貨物貿易、服務貿易及直接投資相關之人民幣買賣(2)自然人透過帳戶買賣金額。此外，交易種類原僅即期外匯交易，擴增為即期外匯交易、遠期外匯交易和換匯交易，並刪除有關人民幣跨境貿易平倉應徵提文件之規定。

國際經濟金融情勢（民國104年第3季）

壹、概述

2015年第3季，美國景氣溫和復甦，歐元區成長力道續增，日本經濟恢復成長，惟中國大陸經濟持續走緩。預期在美國經濟的引領下，全球經濟可望溫和成長。2015年12月IHS Global Insight預測，2015年全球經濟成長率為2.6%，略低於2014年之2.7%，2016年可望回升至2.9%(表1)。

物價方面，由於美國原油庫存升高並增

產，加以OPEC未達成減產協議，全球供給過剩，國際油價跌至7年多以來新低；穀物則因美國氣候有利種植，供應充裕，價格下滑。IHS Global Insight預測2015年全球通膨率由2014年之2.9%降至2.4%，2016年可望回升至3.2%。

貨幣政策方面，美國聯準會(Fed)因勞動市場明顯改善，預期通膨中期將升至2%

表1 經濟成長率

單位：%

區域或經濟體	2014	2015		2016	
		(1)	(2)	(1)	(2)
全球	3.4 (2.7)	3.1	2.6	3.6	2.9
先進經濟體	1.8 (1.8)	2.0	1.9	2.2	2.1
OECD國家	1.9 (1.8)	2.0	2.0	2.2	2.2
美國	2.4	2.6	2.5	2.8	2.7
日本	0.0	0.6	0.7	1.0	1.0
德國	1.6	1.5	1.5	1.6	2.0
英國	2.9	2.5	2.4	2.2	2.4
歐元區	0.9	1.5	1.5	1.6	1.7
台灣	3.92	2.2	1.0	2.6	2.0
香港	2.5	2.5	2.3	2.7	2.4
新加坡	2.9	2.2	1.9	2.9	1.5
南韓	3.3	2.7	2.5	3.2	2.5
東協五國	4.6	4.6		4.9	
泰國	0.9	2.5	2.5	3.2	2.5
馬來西亞	6.0	4.7	4.8	4.5	4.4
菲律賓	6.1	6.0	5.5	6.3	5.3
印尼	5.0	4.7	4.7	5.1	4.4
越南	6.0	6.5	6.4	6.4	6.4
中國大陸	7.3	6.8	6.9	6.3	6.3
印度	7.3	7.3	7.3	7.5	7.6
新興市場暨開發中經濟體	4.6	4.0		4.5	

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

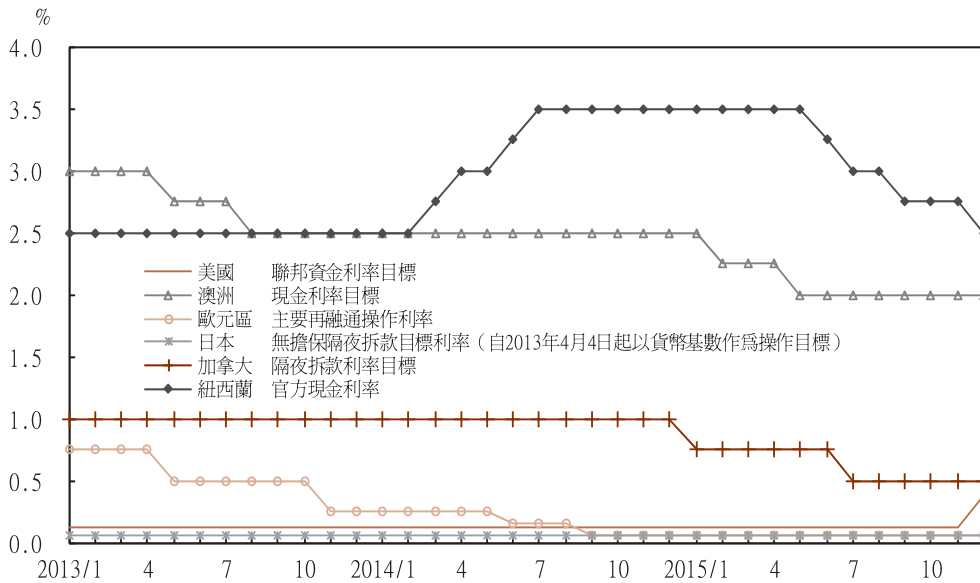
2. 2014年之經濟成長率，全球及先進經濟體括弧外數字為IMF資料，OECD國家括弧外數字為OECD資料，括弧內數字均為IHS Global Insight資料；印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料；2015年及2016年經濟成長率預測值(1)為IMF資料，僅OECD國家採用OECD資料，(2)為IHS Global Insight資料。

資料來源：IMF World Economic Outlook, October 2015、OECD's Economic Outlook, November 2015、IHS Global Insight World Overview, December 2015

之目標，於2015年12月16日調升聯邦資金利率目標0.25個百分點。惟歐洲央行(ECB)仍維持低利率政策不變，並延長量化寬鬆政策期限；日本央行則進一步強化寬鬆貨幣政策。另為激勵景氣，中國大陸於10月調降金

融機構人民幣存、放款基準利率各0.25個百分點，且調降存準率0.50個百分點；新加坡於10月宣布放緩星幣名目有效匯率之升值速度；紐西蘭則於12月調降政策利率0.25個百分點(圖1、圖2)。

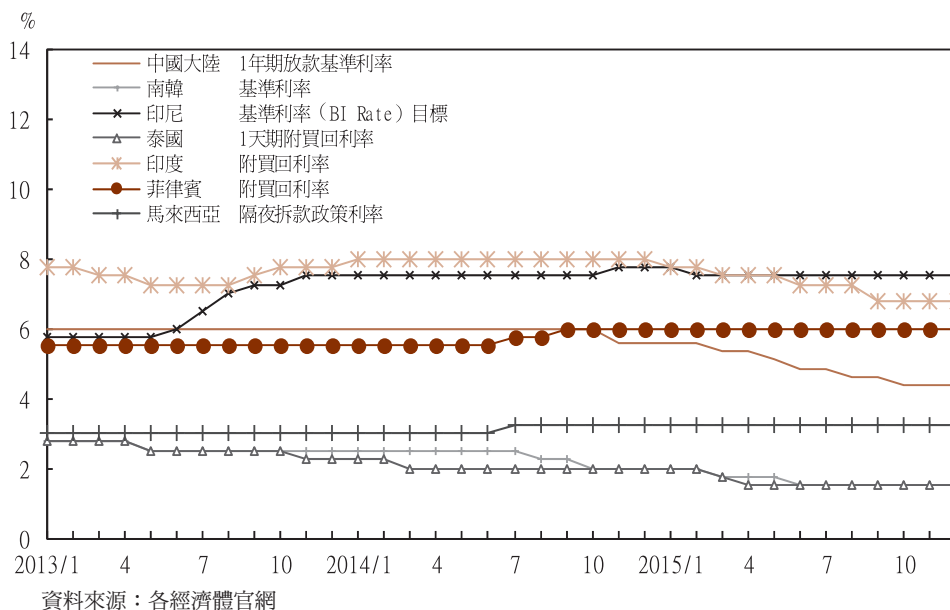
圖1 先進經濟體政策利率



註：美國及日本之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：各經濟體官網

圖2 亞洲新興經濟體之政策利率



貳、美國經濟溫和成長，通膨率仍低，Fed宣布升息

一、經濟可望穩健成長

2015年第3季，受企業庫存下滑影響，經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之3.9%降至2.0%(圖3)。由於就業市場逐步好轉，加上油價走低，有利提振消費，經濟可望穩健成長，惟美元升值仍係影響製造業及出口之不利因素。IHS Global Insight預測2015年及2016年經濟成長率分別為2.5%及2.7%，Fed之預測數則分別為2.1%及2.3%~2.5%。

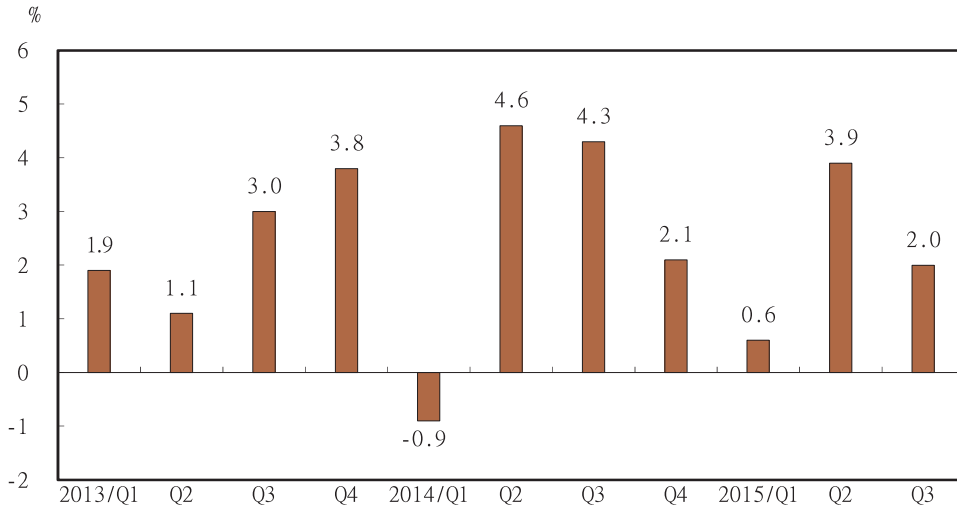
2015年第3季出、進口年增率分別為-7.9%及-4.5%，貿易入超1,850億美元。10月出、進口仍分別負成長10.0%及6.7%，貿易入超613億美元(表2)。

勞動市場方面，11月失業率為5.0%，與上月持平，維持在2008年4月以來低點，非農就業人數增加21.1萬人，顯示就業市場復甦力道仍強；惟截至12月26日止，當週初領失業救濟金人數則由上週之26.7萬人增至28.7萬人。

二、通膨仍低

2015年11月消費者物價指數(CPI)年增率由10月之0.2%升至0.5%，主要係房租與醫療服務價格上漲所致，扣除能源與食品之核心CPI年增率則由10月的1.9%升至2.0%。IHS Global Insight預測2015年CPI年增率為0.1%，低於2014年的1.6%，2016年則升至1.4%。

圖3 美國經濟成長率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	核心消費者物價指數 (1982-84=100)	消費者物價指數 (1982-84=100)	生產者物價指數 (2009/11=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2012	2.2	8.1	2.8	2.1	2.1	1.8	-730,446
2013	1.5	7.4	1.9	1.8	1.5	1.4	-689,931
2014	2.4	6.2	3.7	1.8	1.6	1.6	-727,152
2014/ 11		5.8	4.7	1.7	1.3	1.3	-58,206
12	2.1	5.6	4.6	1.6	0.8	0.9	-63,058
2015/ 1		5.7	4.5	1.6	-0.1	-0.1	-61,077
2		5.5	3.5	1.7	0.0	-0.6	-55,947
3	0.6	5.5	2.5	1.8	-0.1	-0.9	-69,269
4		5.4	2.1	1.8	-0.2	-1.1	-59,413
5		5.5	1.4	1.7	0.0	-0.8	-59,588
6	3.9	5.3	0.9	1.8	0.1	-0.5	-62,329
7		5.3	1.3	1.8	0.2	-0.7	-59,279
8		5.1	1.5	1.8	0.2	-0.7	-66,252
9	2.0	5.1	0.8	1.9	0.0	-1.1	-59,444
10		5.0	0.3	1.9	0.2	-1.7	-61,276
11		5.0	-1.2	2.0	0.5	-1.2	

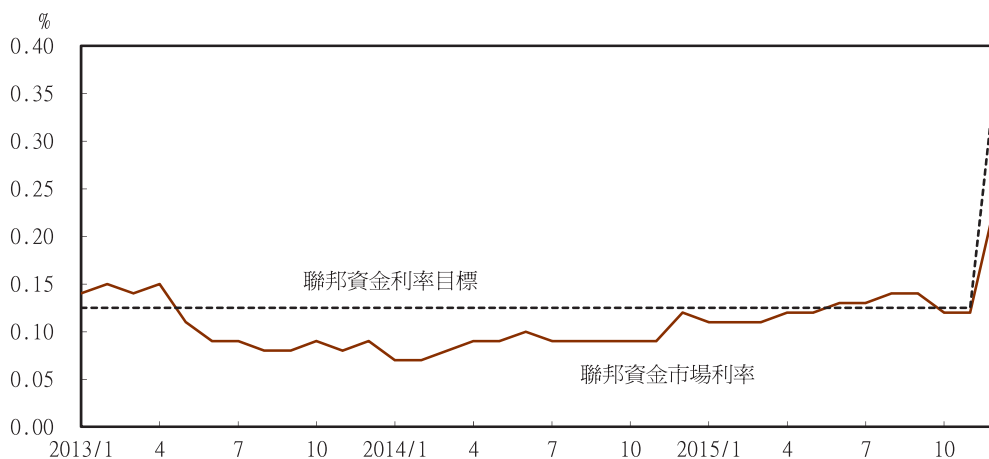
資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、Bureau of Economic Analysis、Bureau of Labor Statistics

三、Fed宣布升息，惟仍將維持寬鬆貨幣政策

鑑於就業市場明顯好轉，且對通膨將於中期升至2%目標具有合理信心，聯邦公開市場委員會(FOMC)於2015年12月16日宣布將聯邦資金利率目標區間上調0.25個百分點

至0.25~0.5%(圖4)，惟貨幣政策仍將維持寬鬆。FOMC指出，預期未來經濟情勢僅容許利率目標區間以漸進方式逐步上調，且可能在一段期間低於長期預期水準，未來將持續衡量就業、通膨指標與金融以及國際情勢發展，決定調整利率目標區間之時機與幅度。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



註：美國聯邦資金利率目標為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

參、歐元區成長力道續增，惟通膨偏低，ECB延長寬鬆期限

一、經濟可望持續好轉

2015年第3季，歐元區經濟成長率為1.6%(圖5)，與第2季持平，係2011年第3季以來新高，主因德國及義大利經濟成長擴增所致。雖然新興市場成長放緩及地緣政治緊張，惟受惠於低油價將持續帶動消費，以及弱勢歐元可望激勵出口，預期經濟溫和成長，IHS Global Insight預測2015年經濟成長

率由2014年之0.9%升至1.5%，2016年則為1.7%。

德國經濟成長率由2015年第2季之1.6%略升至第3季之1.7%。由於因應難民潮之費用增加，政府支出增幅創2009年以來新高，加上民間消費穩定擴增，抵消貿易放緩之負面影響，經濟可望穩健成長。IHS Global Insight預測2015年經濟成長率為1.5%，略低

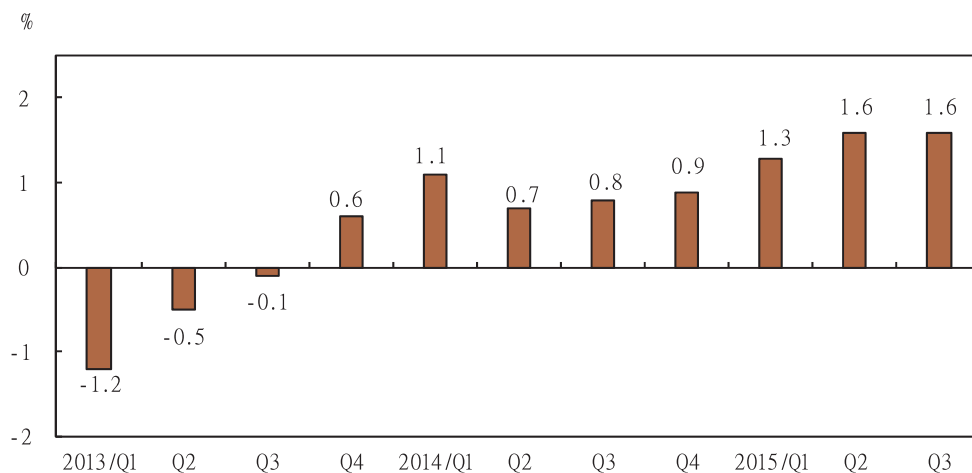
於2014年之1.6%，2016年則升至2.0%。

勞動市場略有改善，10月歐元區失業率為10.7%，係2012年以來新低(表3)。11月德

國失業率為6.3%，係1992年1月以來最低；

10月法國失業率10.8%，則為十多年來高點。

圖5 歐元區經濟成長率



資料來源：Eurostat

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 (不包括營建業) %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2005=100) %
2012	-0.9	11.4	-2.4	7.6	1.7	83,514	3.5	2.5
2013	-0.3	12.0	-0.7	1.0	-3.0	154,869	1.0	1.4
2014	0.9	11.6	0.8	2.2	0.7	184,259	3.8	0.4
2014/11		11.5	-0.7	1.1	-1.2	20,146	3.1	0.3
12	0.9	11.4	0.8	8.4	2.1	23,566	3.8	-0.2
2015/1		11.2	0.7	-0.2	-5.2	7,271	3.9	-0.6
2		11.2	2.0	4.8	1.3	19,870	4.1	-0.3
3	1.3	11.1	2.1	11.6	9.6	20,227	4.7	-0.1
4		11.1	0.7	9.1	5.2	21,469	5.4	0.0
5		11.0	1.7	2.8	0.1	18,466	5.0	0.3
6	1.6	11.0	1.5	12.6	6.7	25,795	4.9	0.2
7		10.9	1.8	6.9	0.7	31,192	5.2	0.2
8		10.8	2.2	5.5	2.6	11,118	4.9	0.1
9	1.6	10.8	1.3	0.7	-1.0	20,221	4.9	-0.1
10		10.7	1.9	0.6	-0.5	24,116	5.3	0.1
11							5.1	0.2

資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

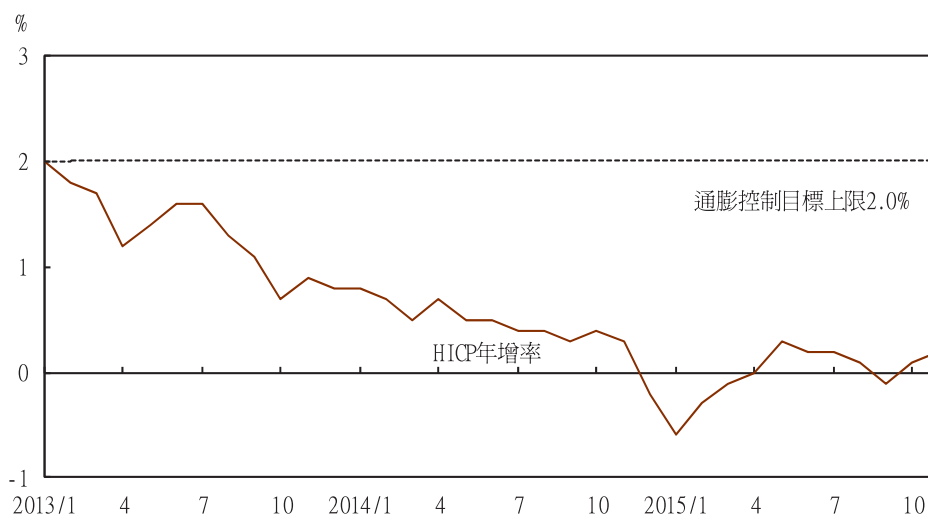
二、通膨率偏低

2015年11月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率初估值為0.2%，略高於10月之0.1%(圖6)；扣除能源及未加工食品之核心

HICP年增率則由10月的1.0%略降至0.9%。

IHS Global Insight預測2015年通膨率為0.1%，低於2014年之0.4%，2016年則升至1.0%。

圖6 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



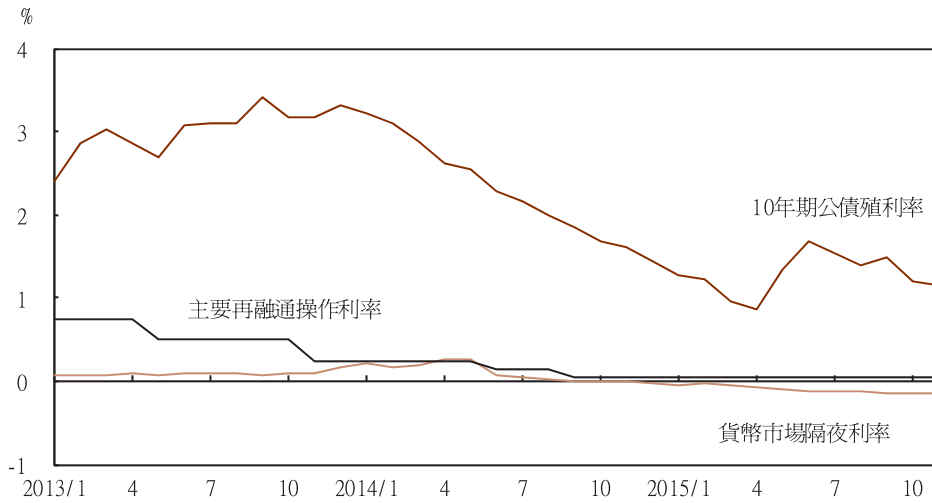
資料來源：Thomson Reuters Datastream

三、ECB延長量化寬鬆貨幣政策期限

因通膨持續疲弱，未達2%之目標水準，2015年12月3日ECB貨幣政策會議雖維持政策利率(主要再融通操作利率)0.05%不變(圖7)，惟調降存款利率0.1個百分點至-0.3%；另每

月購債規模維持600億歐元不變，惟購債範圍新增歐元區內以歐元計價的地方政府債，並將實施期限由2016年9月延長至2017年3月，未來視情況可能再度延長；且所購債券本金將到期續作，以維持貨幣寬鬆，有利流動性。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

肆、日本經濟恢復成長，通膨低緩，進一步強化寬鬆貨幣政策

一、2016年經濟可望回溫

2015年第3季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之-0.5%回升至1.0%(圖8)，主因企業設備投資成長所帶動。由於日圓匯價偏低有助企業獲利及觀光旅遊業，就業及薪資可望改善，加上日本政府將於2016年3月底之前追加3.5兆日圓預算，主要為增加社福支出，經濟可望續回溫。IHS Global Insight預測2015年經濟成長率由2014年之0.0%升至0.7%，2016年續升為1.0%。

對外貿易方面，2015年11月以日圓計價之出口年增率為-3.3%，低於10月之-2.2%，進口年增率則為-10.2%，高於10月之-13.3%，貿易餘額由10月出超1,048億日圓轉為入超3,813億日圓(表4)。11月以美

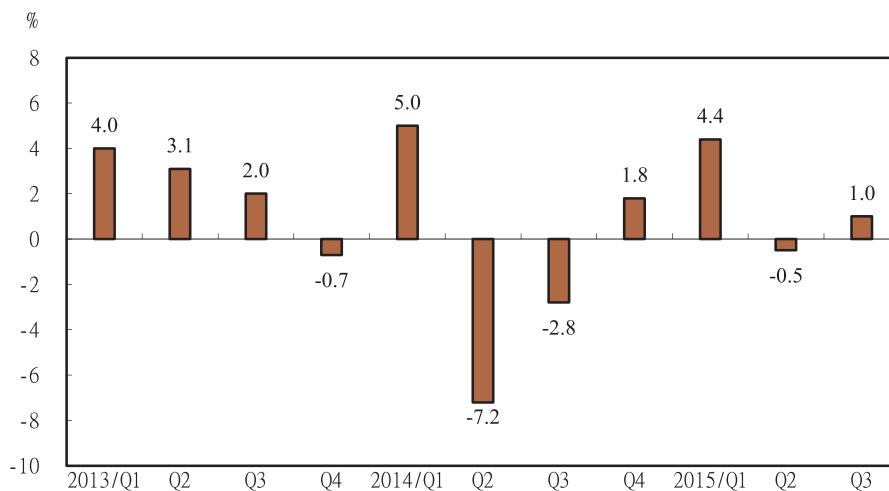
元計價之出口年增率降至-8.3%，連續10個月負成長，進口年增率則為-14.8%，貿易餘額由10月的出超9.0億美元轉呈入超31.0億美元。

勞動市場方面，因醫療、福利、旅宿及飲食等相關產業增加僱用，2015年10月失業率由9月之3.4%降至3.1%，係1995年7月以來最低；11月因雇用情勢改善，轉職人數增加，失業率回升至3.3%(表4)。

二、通膨低緩

由於電費、石油及相關化學製品價格跌幅縮小，2015年11月企業物價指數年增率由10月之-3.8%略升至-3.6%；11月CPI年增率為0.3%，與上月持平，剔除生鮮食品之核

圖8 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

表4 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		企業物價指數 (2010=100)	出口 (日圓計價) 年增率 %	進口 (日圓計價) 年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2012	1.7	4.3	0.6	0.0	-0.1	-0.9	-2.7	3.8	-69,411
2013	1.4	4.0	-0.8	0.4	0.4	1.3	9.5	14.9	-114,684
2014	0.0	3.6	2.0	2.7	2.6	3.1	4.8	5.7	-128,161
2014/11		3.5	-3.7	2.4	2.7	2.6	4.9	-1.6	-8,988
12	1.8	3.4	0.1	2.4	2.5	1.8	12.8	1.9	-6,656
2015/1		3.6	-2.6	2.4	2.2	0.3	17.0	-9.1	-11,738
2		3.5	-2.0	2.2	2.0	0.4	2.5	-3.6	-4,285
3	4.4	3.4	-1.7	2.3	2.2	0.7	8.5	-14.4	2,227
4		3.3	0.1	0.6	0.3	-2.1	8.0	-4.1	-593
5		3.3	-3.9	0.5	0.1	-2.2	2.4	-8.6	-2,206
6	-0.5	3.4	2.3	0.4	0.1	-2.5	9.5	-2.9	-744
7		3.3	0.0	0.2	0.0	-3.1	7.6	-3.1	-2,705
8		3.4	-0.5	0.2	-0.1	-3.6	3.1	-3.1	-5,715
9	1.0	3.4	-0.8	0.0	-0.1	-4.0	0.5	-11.0	-1,200
10		3.1	-1.4	0.3	-0.1	-3.8	-2.2	-13.3	1,048
11		3.3	1.6	0.3	0.1	-3.6	-3.3	-10.2	-3,813

資料來源：日本內閣府、Thomson Reuters Datastream

心CPI年增率則由10月之-0.1%略升0.1%(表 4)。*IHS Global Insight*預測2015年CPI年增率 由2014年之2.7%降至0.8%，2016年續降至 0.4%。

三、日本央行強化寬鬆貨幣政策

2015年12月18日日本央行決議繼續執行每年增加貨幣基數80兆日圓之操作目標，惟擴大資產購買範圍作為「量質兼備寬鬆(QQE)」政策之補充措施，包括：(1)指數股票型基金(ETF)每年3兆日圓之收購金額，加碼3,000億日圓至3兆3,000億日圓，且以積極進行設備及人力資本投資的企業所組成之ETF為收購標的，自2016年4月起實施；(2)

為促使殖利率曲線下移，收購長期公債的平均剩餘到期年限將由7~10年延長至7~12年，自2016年1月起實施；(3)日本不動產投資信託(J-REIT)的每年收購金額，維持900億日圓不變，但收購標的規模上限將由發行總量5%上調至10%，以及(4)擴大銀行向日本央行融通時提供擔保品之範圍，包括外幣貸款債權及經由信託之金融機構住宅貸款債權等。

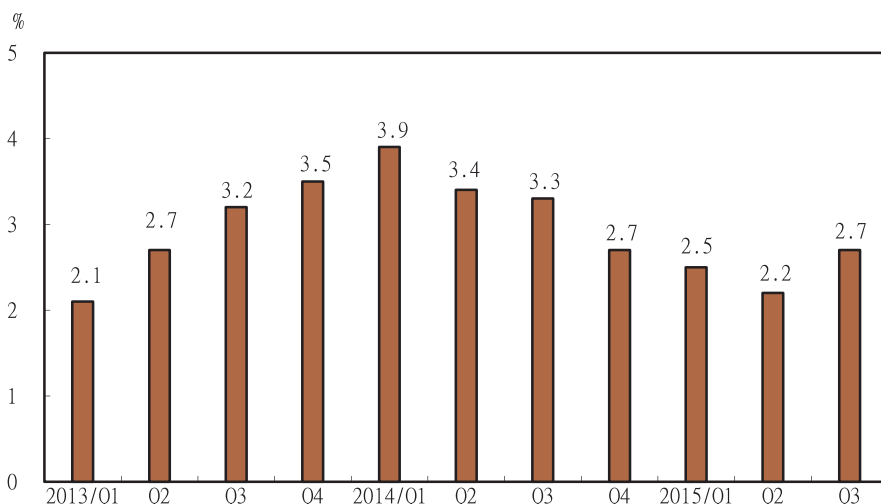
伍、南韓經濟成長回溫，通膨偏低，央行政策利率維持不變

一、促進內需方案可望支撐經濟成長動能

2015年第3季，民間消費復甦，加上7月推出規模21.7兆韓元(約200億美元)之振興經濟方案，藉由擴建基礎設施帶動投資動能，南韓經濟成長率由第2季之2.2%升至2.7%(圖

9)，係2015年以來最高。為延續經濟成長力道，10月再推出規模9.1兆韓元(約79.5億美元)之促進內需方案，可望激勵投資及消費。IHS Global Insight預測2015年經濟成長率為2.5%，低於2014年之3.3%，2016年亦為2.5%。

圖9 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

對外貿易方面，2015年12月以美元計價之出口年增率，由11月之-4.8%降至-13.8%(表5)，主因油價持續下跌、船舶需求疲軟，以及中國大陸及其他主要貿易夥伴經濟成長減緩所致；進口年增率則由-17.6%

降至-19.2%。

勞動市場方面，由於製造業與服務業的工作機會增加，2015年11月失業率為3.1%，與10月持平，係2015年以來最低水準。

表5 南韓重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		生產者物價指數 (2010=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (百萬美元)
				總合年增率 %	剔除農產品及能源年增率 %	年增率 %			
2012	2.3	3.2	0.8	2.2	1.6	0.7	-1.3	-0.9	28,285
2013	2.9	3.1	-0.1	1.3	1.6	-1.6	2.1	-0.8	44,088
2014	3.3	3.5	0.9	1.3	2.0	-0.5	2.3	1.9	47,150
2014/12	2.7	3.4	1.2	0.8	1.6	-2.1	3.1	-1.0	5,551
2015/ 1		3.8	1.8	0.8	2.4	-3.6	-1.0	-12.0	5,737
2		4.6	-5.0	0.5	2.3	-3.6	-3.3	-19.3	7,532
3	2.5	4.0	0.1	0.4	2.1	-3.7	-4.6	-15.5	8,344
4		3.9	-2.6	0.4	2.0	-3.6	-8.0	-17.5	8,399
5		3.8	-3.0	0.5	2.1	-3.5	-11.0	-15.4	6,290
6	2.2	3.9	1.4	0.7	2.0	-3.6	-2.7	-13.8	9,927
7		3.7	-3.3	0.7	2.0	-4.1	-5.2	-15.5	6,937
8		3.4	0.0	0.7	2.1	-4.5	-15.2	-18.4	4,210
9	2.7	3.2	2.8	0.6	2.1	-4.6	-8.5	-21.8	8,887
10		3.1	1.7	0.9	2.3	-4.6	-16.0	-16.6	6,603
11		3.1	-0.3	1.0	2.4	-4.6	-4.8	-17.6	10,324
12				1.3	2.4	-4.6	-13.8	-19.2	7,162

資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、通膨率持續偏低

2015年12月CPI年增率為1.3%，高於11月的1.0%(表5)，係2014年8月以來最高，惟仍低於南韓央行設定的2.5%~3.5%通膨目標區間；剔除農產品及能源之核心CPI年增率則為2.4%，與11月持平(表5)。11月生產者物價指數(PPI)年增率為-4.6%，與10月持平。IHS Global Insight預測2015年CPI年增率為0.7%，低於2014年之1.3%，2016年亦為

0.7%。

三、政策利率維持不變

雖預期Fed升息將造成全球金融市場波動，且油價續跌及新興經濟體成長疲軟不利南韓出口，惟在內需持續復甦，以及美、歐經濟持續成長下，12月南韓央行政策利率維持1.50%不變。

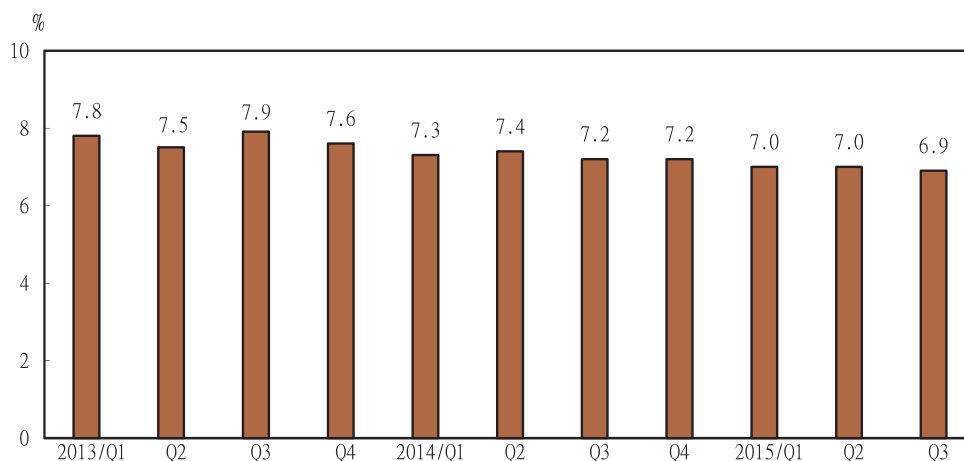
陸、中國大陸成長下滑，人行降息降準

一、內外需疲弱，經濟下滑風險仍高

2015年第3季，中國大陸經濟成長率降至6.9%，略低於第2季的7.0%(圖10)，係2009年第2季以來最低，主因內需疲弱，加上出口衰退所致。10月以後雖消費品零售總額成長持續回升，惟固定資產投資成長

下滑，11月出口亦連續5個月負成長，且官方製造業採購經理人指數(PMI)亦連續5個月低於50，顯示未來經濟下滑風險仍高。IHS Global Insight預測2015年經濟成長率由2014年之7.3%降為6.9%，低於官方目標值7.0%，2016年續降至6.3%。

圖10 中國大陸經濟成長率



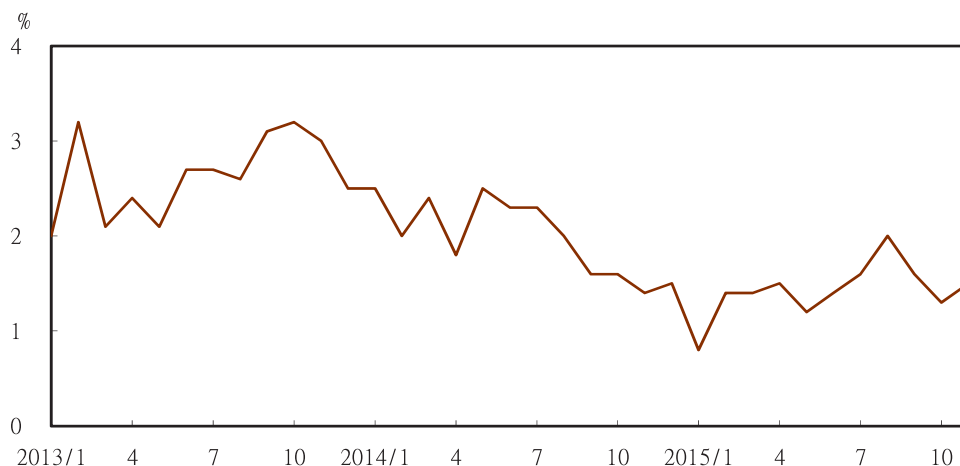
資料來源：中國國家統計局

二、通膨溫和

11月CPI年增率由10月之1.3%上升至1.5%(圖11)，主因食物類價格漲幅擴大；工業品生產物價指數年增率為-5.9%，連續45

個月為負。IHS Global Insight預測2015年CPI年增率由2014年之2.0%降至1.4%，遠低於官方目標3.0%，2016年則為2.0%。

圖11 中國大陸消費者物價年增率



資料來源：中國國家統計局

三、人行調降存放款基準利率及存款準備率

為提供銀行體系充足流動性，並降低社會融資成本，以激勵景氣，中國人民銀行自2015年10月24日起調降金融機構1年期存、放款基準利率各0.25個百分點至1.50%及

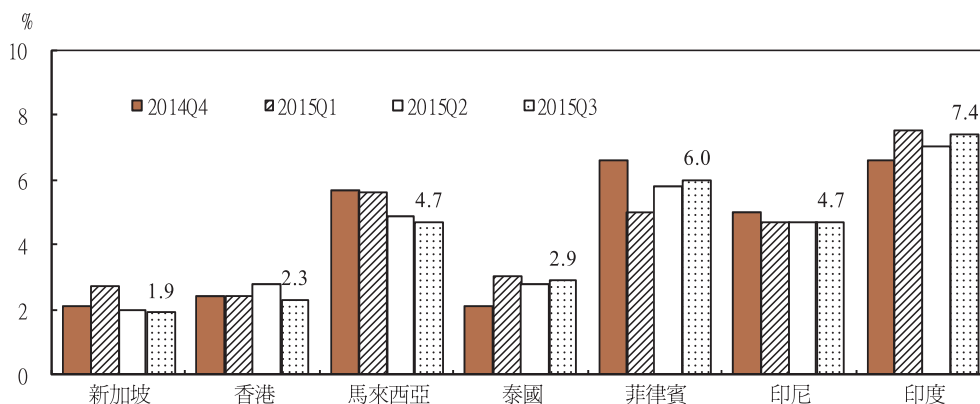
4.35%，其他各期別存放款基準利率亦相應調整。另為促進利率自由化，取消金融機構存款利率浮動上限之規定，並調降金融機構人民幣存款準備率0.50個百分點，且對符合支援三農或小微企業標準之金融機構額外調降存款準備率0.50個百分點。

柒、亞洲經濟體經濟成長不如預期，通膨率仍低

2015年第3季，受中國大陸景氣疲軟影響，多數亞洲經濟體出口不振，經濟成長不如預期。其中，新加坡及香港經濟成長均放緩。東協主要國家中，受國際商品價格下跌

影響，馬來西亞出口成長下滑，經濟成長率低於第2季；惟泰國及菲律賓受政府支出擴增激勵，印度則因製造業及服務業部門成長力道強勁，經濟成長率提高(圖12)。

圖12 亞洲經濟體經濟成長率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

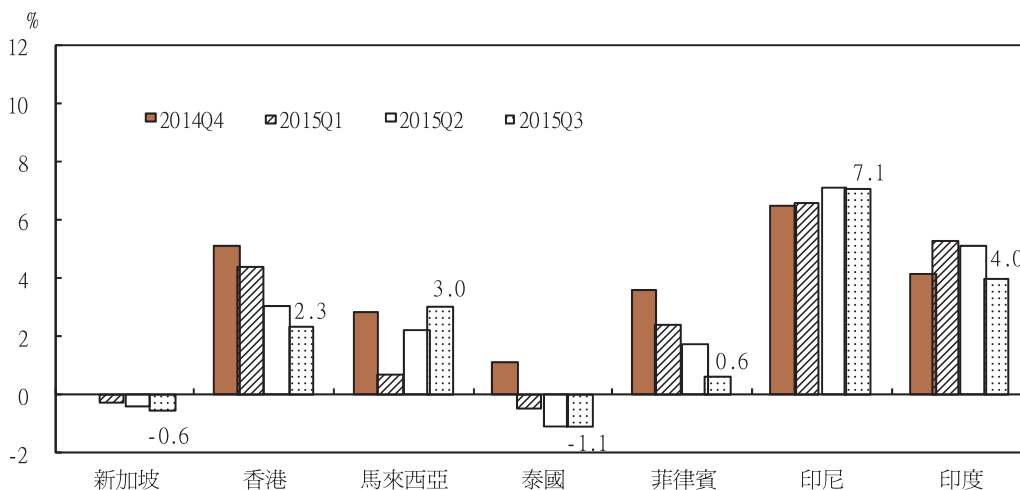
物價方面，多數亞洲國家之躉售物價指數(WPI)及CPI年增率續降(圖13)。

為提振景氣，新加坡貨幣管理局於2015

年10月14日宣布放緩星幣名目有效匯率之升值步調；紐西蘭央行則於2015年12月10日調

降官方現金利率0.25個百分點。

圖13 亞洲經濟體消費者物價年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

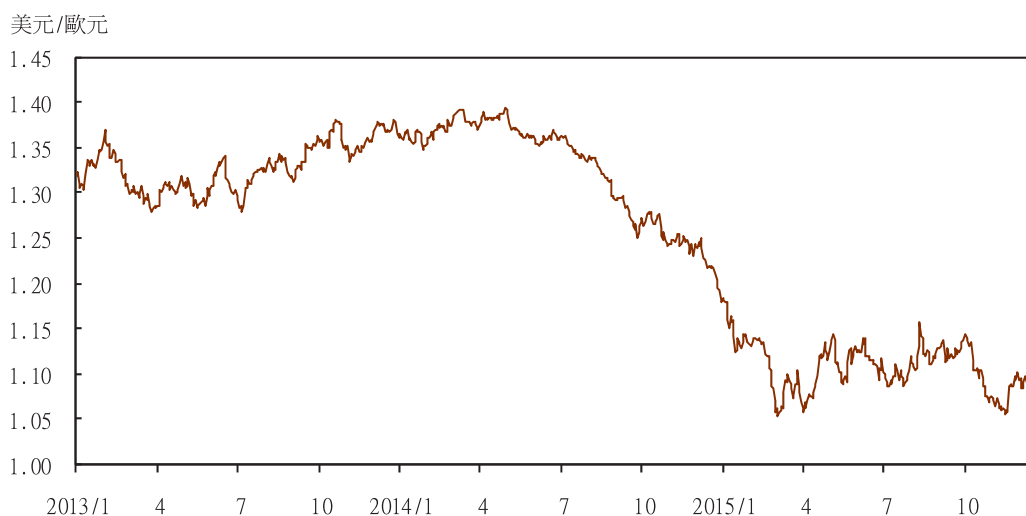
捌、歐元及日圓止貶回升，亞洲國家貨幣先升後貶

一、歐元自低點小幅回升

由於美國經濟表現不如預期，美元走弱，2015年10月14日歐元曾升至1歐元兌1.1436美元。嗣因歐元區通膨率低於目標值，ECB考慮擴大量化寬鬆規模並延長實施期間，以及美國經濟數據良好，市場預期

Fed將於12月升息，歐元走貶至11月30日之1.0562美元低點；惟12月3日ECB並未擴大購債規模，僅延長實施期間半年，歐元小幅回升，而後進入盤整，12月底為1歐元兌1.0863美元，仍較9月底貶值2.7%(圖14)。

圖14 歐元對美元匯率



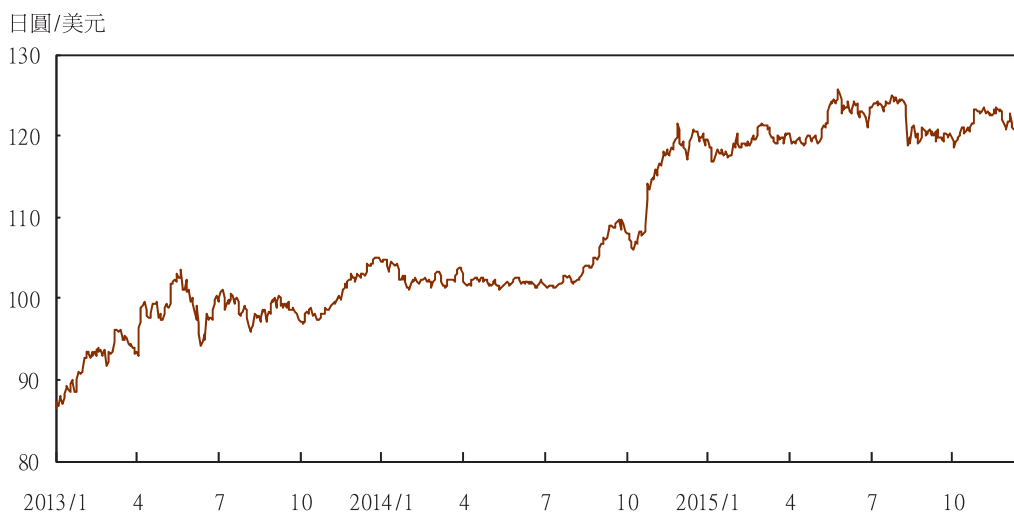
資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、日圓止貶回升

2015年10月初，因市場預期美國可能延後升息，美元走弱，日圓升至10月15日的1美元兌118.52日圓。嗣因Fed於12月升息預期上升，美元轉強，日圓走貶至11月18日的

1美元兌123.58日圓。12月初，Fed升息態勢明朗，加以12月18日日本央行僅強化而未擴大貨幣寬鬆規模，日圓止貶回升，12月底為1美元兌120.30日圓，仍較9月底微貶0.4%(圖15)。

圖15 美元對日圓匯率



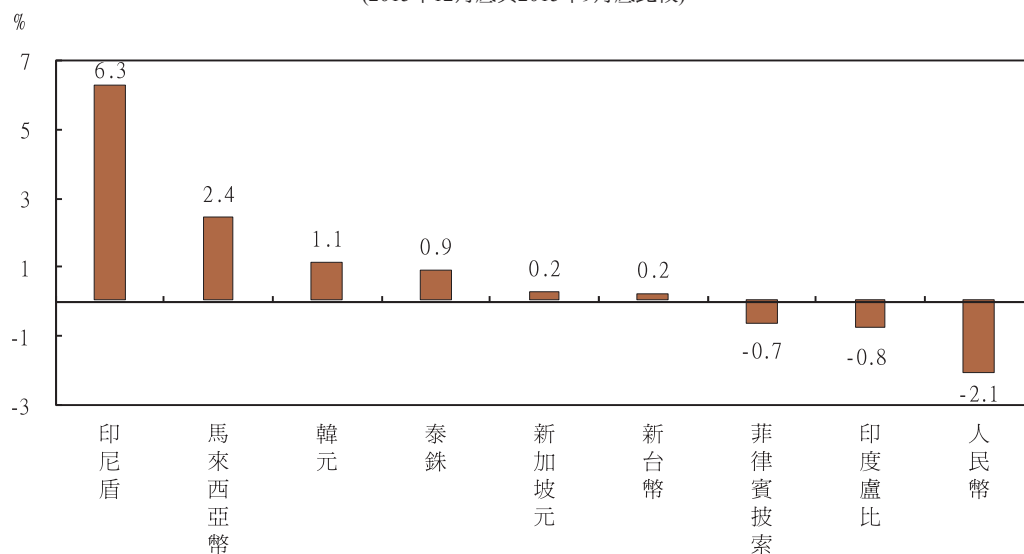
資料來源：Thomson Reuters Datastream

三、多數亞洲國家貨幣先升後貶

2015年10月初，由於中國大陸經濟成長下滑，加以市場預期美國將延後升息，美元避險需求減少，部分資金回流亞洲，致亞洲多數國家貨幣由貶轉升。10月中旬之後，受Fed於12月升息機率大增影響，各國貨幣出現不同程度之貶勢。12月16日Fed升息，惟

之後升息步調將緩慢，部分國家貨幣小幅回穩，11月底IMF宣布將人民幣納入特別提款權(SDR)通貨籃，中國人民銀行為推動人民幣國際化，加速讓匯率市場化，致人民幣續貶。12月底與9月底比較，各國貨幣升貶不一，以印尼盾升值6.3%幅度較大，人民幣貶值2.1%幅度最深(圖16)。

圖16 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2015年12月底與2015年9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

玖、全球股價反彈回升

一、美、歐、日股市上漲

2015年10月中旬以來，在消費者信心、房市及就業陸續好轉之支撐下，美股反彈回升。歐元區亦因景氣升溫，歐股上揚。由於12月3日ECB僅延長量化寬鬆期限，未擴大

購債規模，加上國際油價跌至7年新低，歐美股市回跌。12月底與9月底比較，美國道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數仍分別上漲7.0%及8.4%，泛歐道瓊股價指數亦上漲6.3%(圖17、圖18、圖19)。

圖17 美國道瓊工業股價指數

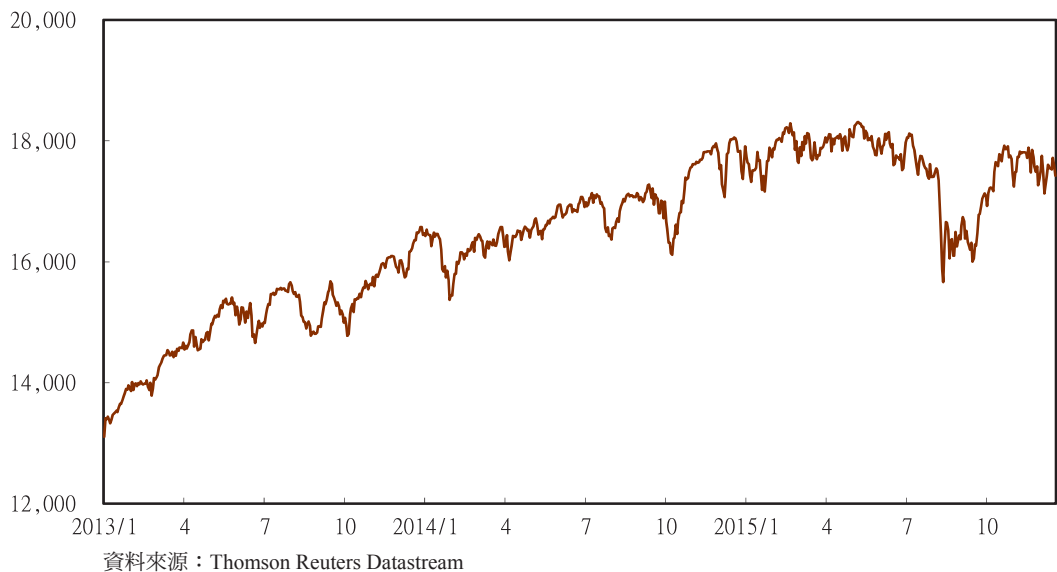


圖18 美國那斯達克股價指數

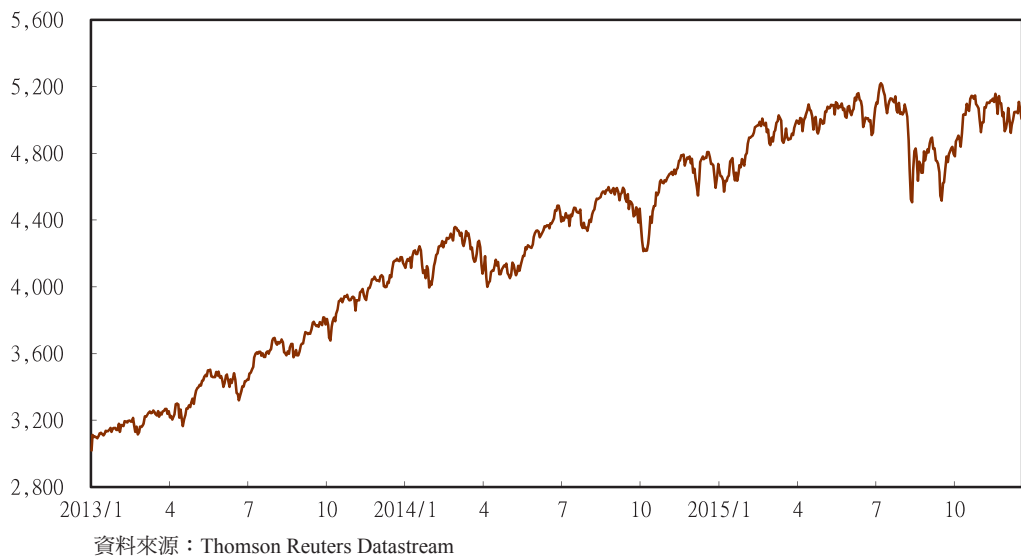


圖19 泛歐道瓊股價指數

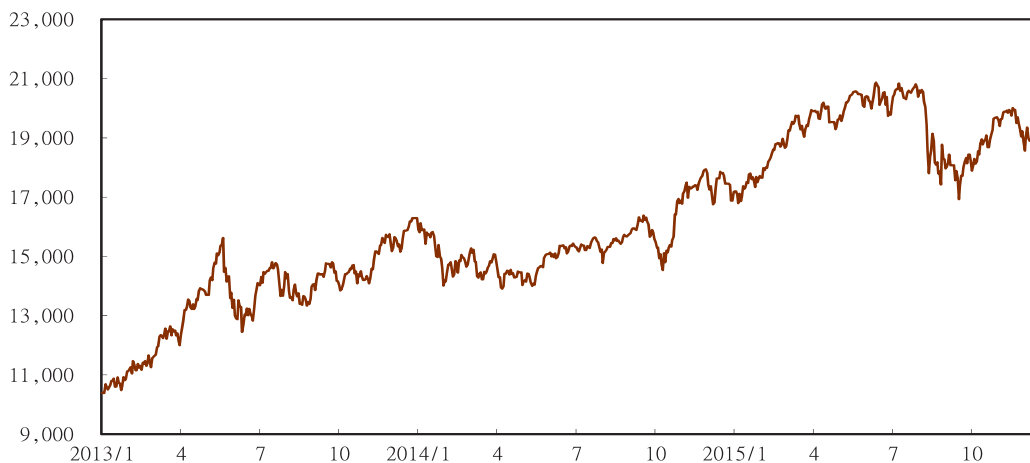


資料來源：Thomson Reuters Datastream

由於歐美股市上漲，加上預期美國將於12月升息，有利日圓維持弱勢，將有助大型出口企業獲利及觀光業，12月初日經股價指

數升至近20,000點關卡，後隨歐美股市下修而回跌。12月底與9月底比較，日經股價指數上漲9.5%(圖20)。

圖20 日經225股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、陸股跌深反彈，其他多數亞股小幅上揚

為提振景氣，2015年10月下旬中國人民

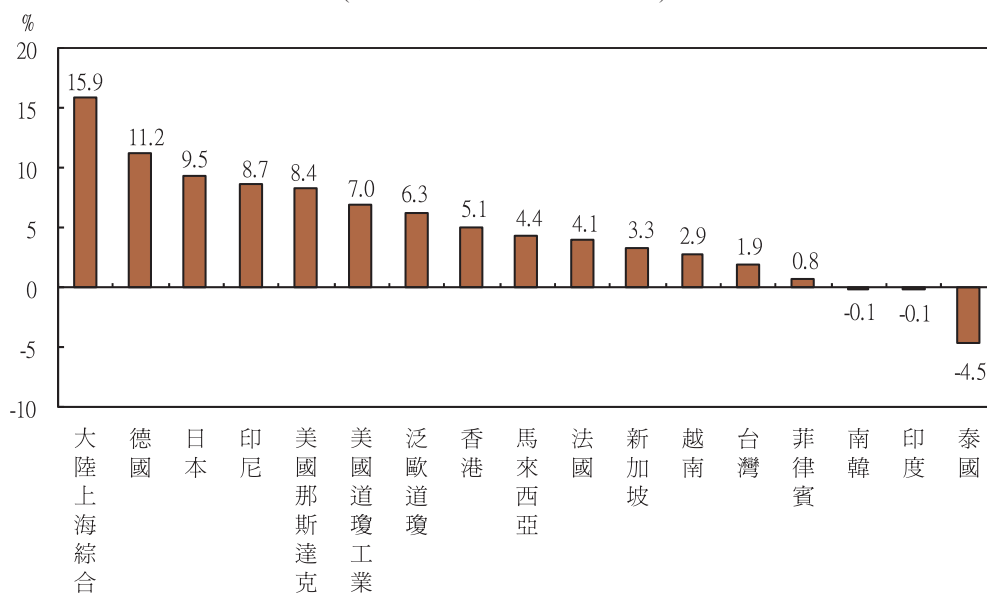
銀行進一步寬鬆貨幣，加上11月初官方公布「十三五規劃」經濟藍圖之激勵，陸股自9月下旬低點盤整後反彈上揚，11月下旬因重

啟新股發行(IPO)導致資金凍結而回跌。12月底與9月底比較，上海綜合股價指數上漲15.9%(圖21)。

10月以來，先前預期美國升息而撤離亞洲國家之資金回流，亞股反彈回升，十二月初

Fed升息預期大幅升高，導致亞股走跌。12月底與9月底比較，各國股市漲跌不一，其中印尼及香港漲幅較大，分別上漲8.7%及5.1%(圖21)。

圖21 國際股價變動幅度
(2015年12月底與2015年9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

拾、原油、黃金及穀物價格續疲

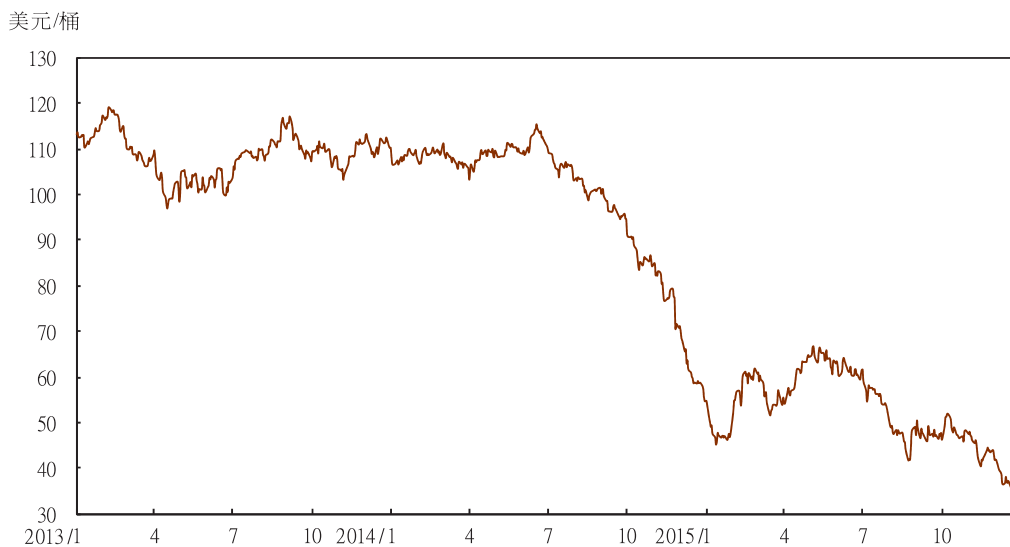
一、國際油價創7年來最低

2015年10月初，因美國原油產量持續下滑，布蘭特原油現貨價格於每桶50美元上下震盪；11月中旬，由於美國原油庫存創7個月以來新高，且產量回增，油價一路下滑。嗣因中東地緣政治衝突風險升高，油價一度微幅回升；惟12月OPEC未達成減產協議，

且美國原油產量雖減惟仍維持高水位，12月21日布蘭特原油現貨價格一度跌至每桶35.8美元，係7年來新低，隨後震盪，12月底為每桶36.4美元，較9月底大跌22.9% (圖22)。

12月8日EIA下修2015年布蘭特原油平均價格預測值至52.9美元，2016年則升至55.8美元。

圖22 布蘭特原油現貨價格



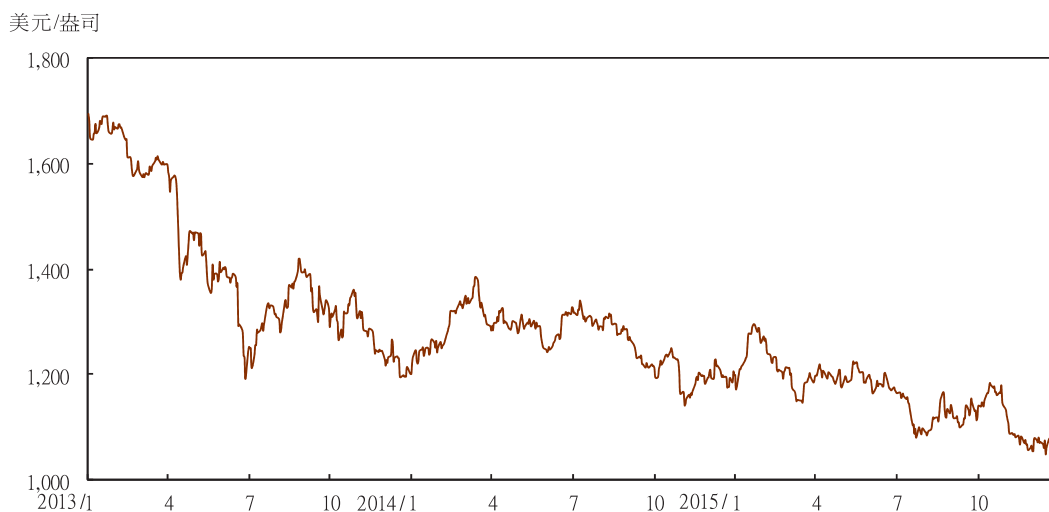
資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、金價跌至2009年11月以來新低

2015年10月初，由於市場預期Fed暫緩升息，美元走弱，15日金價升至每盎司1,184.3美元之3個月以來新高。嗣因Fed主席Yellen表達對美國經濟前景深具信心，市

場對Fed12月升息之預期大幅升高，美元走升，金價轉而下滑。12月16日Fed決議啟動近十年來首度升息後，翌日金價驟跌至每盎司1,049.4美元，係2009年11月以來新低，之後微幅震盪，12月底為1,062.3美元，較9月底下跌4.7%(圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

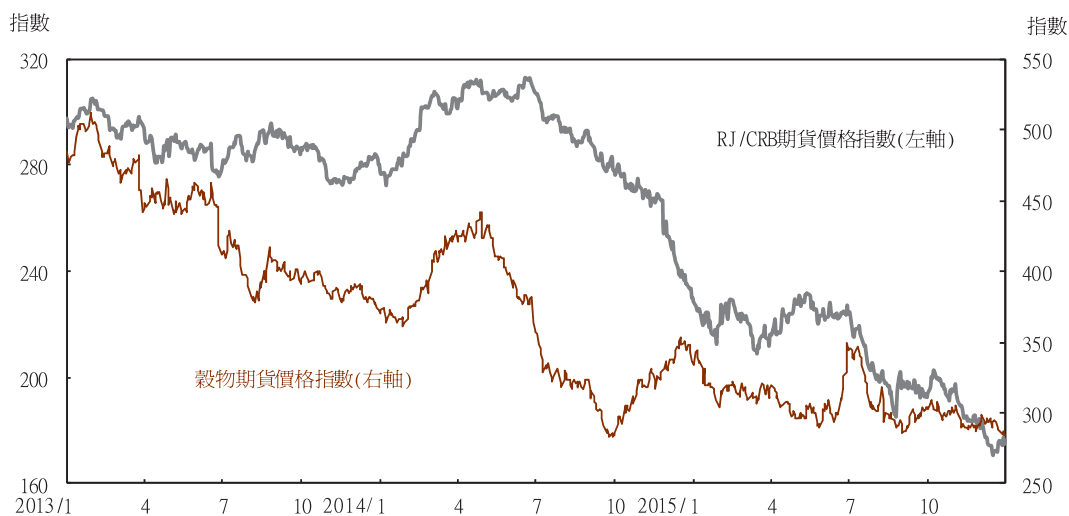
三、穀物價格持續走低

2015年10月美國農業部(USDA)指出，美國氣候有利穀物種植，全球穀物供給充足，加上世界銀行認為聖嬰現象不致大幅影響全球穀價，國際穀物期貨價格指數持續低檔盤整。嗣後因預期巴西天候將改善，致跌勢加重，12月底Thomson Reuters穀物期貨

價格指數為284.6點，較9月底下跌6.5% (圖24)。

10月以來，受原油、黃金及穀物等商品價格續跌影響，Thomson Reuters/Jefferies CRB期貨價格指數走低，12月底為176.1點，較9月底大跌9.1% (圖24)。

圖24 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與RJ/CRB期貨價格指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

國內經濟金融日誌

民國104年10月份

- 2日 △中央銀行公布「外幣結算平台」美元清算銀行重新遴選結果，由兆豐國際商業銀行續任。
- 12日 △惠譽信評公司發布台灣國家主權信用評等維持A+，展望由穩定調升為正向。
- 16日 △上市及上櫃有價證券之最低融券保證金成數，由120%調整為90%。
- 22日 △金管會修正國際證券業務分公司(OSU)銷售涉及國內證券市場之境外基金對我國證券市場之投資比率，由不得超過其淨資產之30%調整為50%。
- 26日 △中央銀行宣布放寬人民幣參加行得與人民幣清算行平倉之規定，交易種類由原限期外匯交易，擴增至遠期外匯及換匯交易；交易範圍由人民幣跨境貨物貿易，擴增至服務貿易及直接投資相關之人民幣買賣，自104年11月2日起生效。
- △金管會開放投信投顧事業經營全權委託投資業務，得從事於黃金、礦產、大宗物資等現貨商品及其期貨或選擇權交易。
- 27日 △金管會通過偵測金融機構重大風險作業要點，並將要求各金融機構建立妥適之偵測經營風險內部規範。
- 28日 △世界銀行發布「2016經商環境報告(Doing Business 2016)」，在189個經濟體中，我國經商便利度全球排名第11，較去年進步8名。
- 30日 △行政院宣布「消費提振措施」，範圍涵蓋「節能省水」、「數位生活」、「網購促銷」及「國民旅遊」等四大面向，估計投入經費40.8億元。

民國104年11月份

- 2日 △金管會金融科技諮詢委員會舉行首次會議，決議推動電子支付比率5年倍增計畫，以及規劃運用規模新台幣10億元之金融科技發展基金等。
- 17日 △立法院三讀通過「所得稅法」部分條文修正案，自105年1月1日起證券交易所得停止課徵所得稅。
- 18日 △瑞士洛桑管理學院(IMD)發布「2015年IMD世界人才報告」，在全球61個受評國家中，台灣排名第23，較上年進步4名。

- 20日 △立法院三讀通過「老人福利法」部分條文修正案，參考「身心障礙權益保障法」增修相關規定，以保障老人權益及經濟安全。
- 24日 △立法院三讀通過「金融機構合併法」部分條文修正案，參考「企業併購法」等規定修正相關租稅優惠措施，以鼓勵金融機構合併。
- 26日 △亞東關係協會與日本交流協會簽署台日租稅協定，以避免所得稅重複課稅，並提供爭議解決機制，係我國與東北亞國家所簽署之第1個全面性租稅協定。
- 27日 △立法院三讀通過「食品安全衛生管理法」部分條文修正案，賦予中央主管機關對於可供食品使用之原料，得限制其製造、加工等事項。
△立法院三讀通過「勞動基準法」部分條文修正案，增修離職後競業禁止、調動、最低服務年限及童工相關規範。

民國104年12月份

- 4日 △金管會核准臺灣集保結算所及證券櫃買中心申請籌設「基富通證券股份有限公司」，專營基金銷售。
- 15日 △立法院三讀通過「產業創新條例」部分條文修正案，員工獎酬股票及智慧財產權作價入股得緩繳所得稅5年，研發租稅獎勵年限延長至3年。
△立法院三讀通過「因應貿易自由化調整支援條例」，提供企業及勞工因應貿易自由化之預防性及保障措施，並設有專款基金供受損補償及融資利息補貼等用途。
- 17日 △中央銀行理事會決議調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為年息1.625%、2%及3.875%，自104年12月18日起實施；另105年貨幣總計數M2成長目標區訂為2.5%至6.5%。
△金管會同意臺灣工業銀行變更登記為商業銀行，並更名為王道商業銀行。
- 18日 △立法院三讀通過「貨物稅條例」部分條文修正案，於生效日起5年內，符合規定之汰換舊車購買新車，得減徵新汽車及新機車之貨物稅。
△立法院三讀通過「中小企業發展條例」部分條文修正案，中小企業調高員工薪資或增僱青年員工所增加之薪資支出，在規定之比例內，得由當年度營利事業所得額減除，自105年1月1日起施行至113年5月19日止。
- 30日 △行政院核定調降全民健康保險費率，其中一般保險費費率由4.91%調降為4.69%、補充保險費費率由2%調降為1.91%。

31日 △財政部宣布將公股銀行辦理之「青年安心成家購屋優惠貸款」貸款額度，由500萬元提高為800萬元，自105年1月1日起生效。

△金管會發布修正「信用評等事業管理規則」部分條文，包括放寬國內信用評等機構設立條件、增訂資訊揭露及信用評等品質管理等相關規定。

國際經濟金融日誌

民國104年10月份

- 5日 △世界銀行（World Bank）發布之「東亞暨太平洋地區經濟展望更新報告」指出，在中國大陸經濟再平衡及預期未來美國貨幣政策朝向正常化下，預測本年東亞暨太平洋地區開發中經濟體之經濟成長率降至6.5%。
- △美國貿易代表署召開跨太平洋夥伴協定（Trans-Pacific Partnership Agreement, TPP）談判成員國部長記者會，宣布完成TPP談判並達成協議，TPP將成為亞太地區最大之區域經濟整合組織。成員國包括美國、智利、秘魯、越南、新加坡、紐西蘭、汶萊、澳洲、馬來西亞、日本、墨西哥及加拿大等12國
- 6日 △國際貨幣基金（IMF）發布之「世界經濟展望報告」，將今、明兩年全球經濟成長率預測值均下修0.2個百分點分別至3.1%、3.6%。其中，先進經濟體將溫和復甦，惟成長幅度不高；新興經濟體成長受石油出口國與商品出口國成長疲軟及中國大陸經濟放緩影響，連續第5年成長放緩。
- 14日 △鑒於今、明兩年新加坡經濟預期將穩定溫和成長，惟低於先前預期，加以預期明年核心CPI年增率將逐步升高。據此，新加坡貨幣管理局發布貨幣政策決議，維持匯率溫和漸進升值，惟速度略為下調，並保持寬度與中線不變。
- 23日 △中國人民銀行為降低企業融資成本，宣布自24日起調降金融機構1年期存、放款基準利率各0.25個百分點，分別至1.50%及4.35%，其他各期限存、放款基準利率亦相應調整。為推動利率自由化，取消商業銀行及農村合作金融機構存款浮動利率上限之規定，自此金融機構存、放款基準利率不再有上下波幅之限制。此外，調降金融機構人民幣存款準備率0.5個百分點，另為加大金融支援三農及小微企業，對符合標準的金融機構額外降低存款準備率0.5個百分點。
- 26日 △新加坡因服務業成長帶動，上修2015年第3季GDP成長率至1.9%。預估本年GDP成長率將接近2%，2016年可望受惠於先進與新興國家穩健復甦，GDP成長率預測值為1%至3%。
- 29日 △美國本年第3季GDP成長率（與上季比化為年率）由上季之3.9%降至1.5%，主要係企業消化庫存所致，民間消費與企業固定投資則仍維持成長。

民國104年11月份

- 9日 △經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD經濟展望」報告，將今、明兩年全球經濟成長預測，由本年9月預估的3.0%與3.6%，分別下修至2.9%與3.3%，主要係因新興經濟體成長大幅減緩與全球貿易量下滑所致。明年則須仰賴中國大陸經濟再平衡及先進經濟體提高投資，始能帶動全球景氣回溫。
- 13日 △歐元區第3季GDP年增率初估值為1.6%，高於第2季之1.5%，主要係歐元區主要國家德國、法國及義大利成長優於預期。
- 22日 △東南亞國協（ASEAN）簽署《吉隆坡宣言》，宣布成立東協共同體，其中包括東協經濟共同體、東協政治安全共同體及東協社會文化共同體。
- 24日 △美國本年第3季GDP成長率（與上季比化為年率）由1.5%上修至2.1%，主要係企業減少庫存投資之情形，未如初步估計嚴重，亦顯示經濟復甦力道優於預期。
- 25日 △新加坡貿工部上修新加坡第3季GDP年增率至1.9%，主要係因製造業衰退幅度較預期和緩所致，並預估本年GDP成長率接近2%，2016年則為1%至3%。
- 30日 △國際貨幣基金（IMF）對特別提款權（SDR）通貨籃進行5年一次例行性審查，決議將人民幣納入SDR通貨籃，成為美元、歐元、日圓及英鎊以外的第5種通貨；為確保IMF、IMF會員國及SDR使用者有充裕時間調整，新通貨籃將遲至明（2016）年10月1日生效。

民國104年12月份

- 3日 △歐洲中央銀行（ECB）貨幣政策會議宣布自2015年12月9日起調降隔夜存款利率0.1個百分點至-0.3%；每月購債規模維持600億歐元不變，惟購債範圍新增歐元區內以歐元計價的地方政府債，並將實施期限由2016年9月延長至2017年3月，未來視情況可能再度延長；且將所購債券本金到期續作，以維持貨幣寬鬆。
- △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲發展展望補充報告」指出，受美國景氣復甦緩慢及日本經濟萎縮影響，將2015年及2016年主要工業經濟體之經濟成長預測自2015年9月之預測分別調降0.1及0.3個百分點至1.8%及2.0%，而對開發中亞洲之成長率預測值則維持5.8%及6.0%不變。
- 10日 △紐西蘭央行宣布調降官方現金利率0.25個百分點至2.50%，主要因通膨偏低及經濟

成長減緩，需寬鬆貨幣政策，以確保未來平均通膨率回到目標區間1%至3%的中間值。

16日 △鑑於就業市場明顯好轉，且對通膨將於中期升至2%目標具有合理信心，美國聯邦公開市場委員會（FOMC）宣布將聯邦資金利率目標區間上調0.25個百分點至0.25%~0.5%，惟貨幣政策仍將維持寬鬆。FOMC指出，預期未來經濟情勢僅容許利率目標區間以漸進方式上調，且可能在一段期間低於長期預期水準，未來將持續衡量就業、通膨指標與金融以及國際情勢發展，決定調整利率目標區間之時機與幅度。

△由於通膨壓力減緩，南韓央行將2016~2018年的年度通膨目標由2013年~2015年設定的2.5%~3.5%降至2%。

17日 △受美國升息影響，香港金融管理局根據基本利率預設公式，將基本利率調升0.25個百分點至0.75%。

18日 △有鑑於核心消費者物價指數年增率持續低迷，日本央行（BoJ）公布「量質兼備寬鬆（QQE）」政策之補充措施，包括：（1）自2016年4月起，指數股票型基金（ETF）每年3兆日圓之收購金額，加碼3,000億日圓至3兆3,000億日圓，且以積極進行設備及人力資本投資的企業所組成之ETF為收購標的；（2）為促使殖利率曲線下移，自2016年1月起，收購長期公債的平均剩餘到期年限將由7~10年延長至7~12年；（3）日本不動產投資信託（J-REIT）的每年收購金額，維持900億日圓不變，但收購標的規模上限由發行總量之5%上調至10%，以及（4）擴大銀行向日本央行融通時提供擔保品之範圍，包括外幣貸款債權及經由信託之金融機構住宅貸款債權等。

22日 △2015年第3季美國GDP成長率（與上季比化為年率）由2.1%略下修至2.0%，主要係企業庫存較原估計值下調所致。

25日 △中國大陸財政部宣布，亞洲基礎設施投資銀行正式成立，並將於2016年1月16日~18日在北京舉行開業儀式暨理事會和董事會成立大會。

中央銀行出版品一覽

序號	統一編號	出版單位	刊名	出版週期	定價 (新臺幣) 每期	備註
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	圖書	190	
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	圖書	150	
3	12029870018	發行局	臺幣·新臺幣圖鑑	圖書	3,500	
4	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60	
5	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240	
6	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	年刊	300	
7	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	300	
8	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320	
9	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350	
10	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	圖書	400	
11	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	圖書	400	
12	1009900973	金融業務檢查處	全球金融危機專輯(增訂版)	圖書	400	
13	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100	
14	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40	
15	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250	
16	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110	
17	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300	
18	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250	
19	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250	
20	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350	
21	2005700016	經濟研究處	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	年刊	350	
22	12062810024	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(80年版)	圖書	350	
23	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	圖書	500	

24	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	500	
25	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	600	精裝
26	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
27	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
28	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
29	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	圖書	600	
30	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯(2003年 版)《中英對照本》	圖書	1,200	
31	1009405080	法務室	中央銀行業務規章彙編上冊(94 年12月修訂版)	圖書	580	
32	1009405081	法務室	中央銀行業務規章彙編下冊(94 年12月修訂版)	圖書	450	
33	1009600601	法務室	中央銀行規章彙編上冊(95年12 月修訂版)《中英對照本》	圖書	1,040	
34	1009600602	法務室	中央銀行規章彙編下冊(95年12 月修訂版)《中英對照本》	圖書	880	
35	1009801079	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)	圖書	600	
36	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編) 《中英文對照》	圖書	1,200	
37	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
38	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
39	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢 獻	圖書	贈閱	
40	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
41	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
42	1009701447	中央印製廠	中央印製廠遷台60週年歷年印製 鈔券圖輯	圖書	1,200	
43	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	圖書	600	



中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新建言，歡迎多加利用：

中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第5-64號信箱

專線電話：02-2357-1870

傳真號碼：02-2357-1981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第16-1號信箱

專線電話：02-2215-7011

傳真號碼：02-2214-2636

中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第224號信箱

專線電話：03-3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03-3291412



中央銀行季刊 (第37卷第4期)

發行人：彭淮南
主編：林宗耀
編輯委員：林淑華 吳懿娟 李光輝 汪建南
黃富櫻 彭德明 游淑雅
行政編輯：蔡盈姿
發行所：中央銀行
地址：10066台北市羅斯福路1段2號
出版品網址：<http://www.cbc.gov.tw>
電話：(02) 2357-1526
電子出版品電話：(02) 2357-1714
出版年月：中華民國 104 年 12 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

一、五南文化廣場／網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

台中總店／地址：40042台中市區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

二、三民書局／網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

三、國家書店／網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

印刷者：震大打字印刷有限公司
地址：10077臺北市南昌路一段51巷7號
電話：(02) 2396-5877

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。(請洽中央銀行經濟研究處，電話：2357-1714) ◆

